NEW YORK TIMES BESTSELLER



MICHAEL LEWIS

THE BIG SHORT

BÁN KHỐNG

THẢM HỌA KINH TẾ ĐẬM CHẤT TÀI CHÍNH NHẤT TRONG LỊCH SỬ PHỐ WALL

alphabooks® knowledge is power



NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG - XÃ HỘI

TỔNG HỢP
EBOOK
HAY NHẤT VỀ
ĐẦU TƯ
SINVEST.VN

Table of Contents

Kẻ đần độn nhất vẫn có thể hiểu được những chủ đề khó nhất miễn là anh ta chưa có bất cứ ý tưởng nào về chúng trước đó; nhưng kẻ thông minh nhất lại chẳng thể hiểu được điều đơn giản nhất nếu anh ta tin chắc rằng mình đã nắm rõ điều đó.

– LEO TOLSTOY, 1897

Câu chuyện đằng sau ngày tận thế của giới tài chính

Nếu chỉ có thể đọc một cuốn sách về cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008, hãy đọc cuốn sách bạn đang cầm trên tay, Bán Khống (The Big Short) của Michael Lewis.

Cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 là một trong những thảm họa kinh tế nặng nề nhất trong lịch sử và sự ảnh hưởng của nó vẫn còn tồn tại cho đến nhiều năm về sau. Theo ước tính của những nhà kinh tế, thiệt hại lên đến hàng nghìn tỷ đô-la, đặc biệt hàng tỷ đô-la tiền thuế của người dân Mỹ đã không được sử dụng để phục vụ cho chính họ mà lại bị chính phủ dùng để cứu các tập đoàn lớn thoát khỏi phá sản cùng những ông chủ giàu có của chúng. Cuộc khủng hoảng này không đến từ chiến tranh, hay suy thoái, mà nó xuất phát từ một cỗ máy làm tiền điên rồ, được một số người xây dựng trên những mô hình toán học đầy sai sót và chẳng mấy ai hiểu được. Các công ty Phố Wall, với sự tham lam và thờ ơ của mình, sẵn sàng cho những người không có khả năng trả nợ vay tiền, thậm chí còn chẳng cần giấy tờ, để từ đó tạo ra những khoản thế chấp dưới chuẩn làm cơ sở cho những sản phẩm tài chính độc hại mà họ có thể bán đi bán lại và kiếm bộn tiền. Điều đáng buồn cười là cỗ máy này được bôi trơn bởi các công ty xếp hạng quyền lực nhất thế giới, những tổ chức mà đáng ra phải có trách nhiệm cao nhất trong việc phát hiện và ngăn chặn khủng hoảng này lại chính là những tổ chức đã tiếp tay cho nó. Họ sẵn sàng cho những sản phẩm tài chính rác rưởi kia các điểm số cao nhất vốn chỉ dành cho những sản phẩm do Chính phủ Mỹ bảo lãnh và phát hành. Gần như không một ai phát hiện ra điều đó. Những nhà điều hành ngân hàng lớn nhất của Mỹ không. Cục Dự trữ Liên bang Mỹ không. Và các quan chức chính phủ cũng không. Tuy nhiên, vẫn có một thiểu số nhà đầu tư phát hiện ra điều đó. Cuốn sách này sẽ kể câu chuyện về họ.

Trong cuốn sách này, bạn sẽ được thấy những tên tuổi lừng lẫy trong nền tài chính thế giới như Standard & Poor, Moody's, Morgan Stanley, Bear Stearns, Citigroup, Goldman Sachs, AIG lại cư xử như những kẻ chẳng biết gì về tài chính. Bạn cũng sẽ được gặp những nhân vật, điển

hình là Steve Eisman, Michael Burry, những người bị coi là lập dị nhưng lại thuộc về một số rất ít nhìn ra được toàn bộ sự thối nát của hệ thống trước khi nó sụp đổ. Bạn sẽ được thấy cách họ phải đấu tranh với sự nghi ngờ khủng khiếp của chính bản thân cũng như của người khác để giữ vững ý kiến của mình và đem về thành công vang dội. Bên cạnh đó, cuốn sách cũng kể về các nhân vật phản diện góp phần chủ chốt tạo nên cuộc khủng hoảng này, đó là Howie Hublercủa Morgan Stanley, người đã một mình tạo ra khoản lỗ 9 tỷ đô-la và được ghi danh vào lịch sử với tư cách là người bị lỗ nặng nhất chỉ trong một giao dịch, hay Joseph Cassano của AIG, người đã phải chịu khoản lỗ hơn 99 tỷ đô-la.

Đối với những người làm về tài chính, rõ ràng cuốn sách này là một kho tư liệu vô giá, một câu chuyện không thể không đọc, chứa đầy những sự kiện và bài học vô giá, từ việc đánh giá con người, tổ chức cũng như việc đi ngược lại đám đông. Đối với những người sợ ngành tài chính, dù trước hay sau khi đọc cuốn sách này, và dù bất kỳ lý do nào, có lẽ các bạn cần phải biết rằng ngoài những người đúng như Steve Eismanvà Michael Burry đã kiếm được cả một đống tiền thì những người sai như Howie Hubler hay Joseph Cassano vẫn bỏ túi cả chục triệu đô-la. Công ty lỗ nhưng họ thì không sao cả. Cuộc khủng hoảng tài chính mà đáng ra sẽ quét sạch toàn bộ nền tài chính Mỹ thì cuối cùng chỉ có Lehman Brothers và Bear Stearns sụp đổ, còn những ông lớn khác đều được Chính phủ Mỹ dùng tiền thuế của dân để cứu mà không phải đổi lại gì nhiều. Liệu có ngành nào dễ kiếm tiền hơn ngành tài chính, khi mà dù đúng hay sai, bạn vẫn có tiền?

Trân trọng giới thiệu cuốn sách với bạn đọc.

Hà Nội, tháng 3 năm 2014

CÔNG TY CỔ PHẦN SÁCH ALPHA

Lời mở đầu

Yêu tinh

Đối với tôi, việc một ngân hàng đầu tư trên Phố Wall sẵn sàng trả tôi hàng trăm nghìn đô-la để tôi tư vấn đầu tư cho những người trưởng thành vẫn luôn là một bí ẩn. Tôi mới chỉ 24 tuổi, không có kinh nghiệm, mà cũng chẳng đặc biệt hứng thú với việc dự đoán cổ phiếu nào, trái phiếu nào sẽ tăng hay giảm. Chức năng chính của Phố Wall là phân bổ vốn: quyết định ai sẽ nhận được chúng, ai không. Hãy tin tôi khi tôi nói với bạn rằng tôi chẳng biết gì cả. Tôi chưa từng học về kế toán, chưa từng điều hành doanh nghiệp và thậm chí chưa từng quản lý tiền tiết kiệm của riêng mình. Tôi nhảy vào một công việc ở Salomon Brothers vào năm 1985, và nhảy ra, giàu hơn, vào năm 1988, và dù cho tôi đã viết hẳn một quyển sách về trải nghiệm này, tất cả mọi thứ đối với tôi vẫn hết sức phi lý – đây là một lý do tại sao tôi lại dễ dàng tránh xa đồng tiền đến như vậy. Tôi biết điều đó sẽ không kéo dài lâu. Sớm hay muộn, người ta cũng sẽ phát hiện ra tôi cùng với rất nhiều những kẻ na ná tôi là lũ người lừa đảo. Sớm hay muộn, một cuộc Đại thanh toán cũng sẽ đến, khi Phố Wall bừng tỉnh và hàng trăm, nếu không muốn nói là hàng nghìn người trẻ như tôi, những kẻ không có quyền đặt cược lớn bằng tiền của người khác hay thuyết phục người khác đặt cược như vậy, sẽ bị trục xuất khỏi giới tài chính.

Khi tôi ngồi viết về những gì tôi đã trải qua – hay chính là cuốn Liar's Poker – tôi viết với tinh thần của một thanh niên nghĩ rằng mình đã rời đi đúng lúc đang trúng mánh. Tôi chỉ viết nguệch ngoạc một thông điệp và bỏ nó vào trong chai để dành cho những ai sẽ phải trải qua những phần này trong tương lai rất xa. Nếu không có người trong cuộc nào ghi lại tất cả những điều này, tôi đoán chừng, trong tương lai, sẽ chẳng ai tin chúng đã từng xảy ra.

Tính đến thời điểm đó, mọi thứ được viết về Phố Wall đều liên quan đến thị trường cổ phiếu. Ngay từ đầu, thị trường cổ phiếu đã là nơi sinh sống của phần lớn Phố Wall. Nhưng cuốn sách của tôi chủ yếu viết về thị trường trái phiếu, bởi Phố Wall hiện đang kiếm được rất nhiều tiền nhờ việc đóng gói, rao bán và tráo đổi những khoản nợ ngày càng lớn của nước Mỹ. Tôi cho rằng, điều này cũng không kéo dài lâu. Tôi nghĩ, mình đang viết về giai đoạn những năm 1980 ở Mỹ, khi một cường quốc mất đi lý trí tài chính của nó. Tôi hy vọng các độc giả tương lai sẽ cảm thấy kinh hoàng khi biết rằng vào năm 1986, CEO của Salomon Brothers, John Gutfreund, đã được trả 3,1 triệu đô-la "nhờ" điều hành doanh nghiệp lao dốc. Tôi hy vọng họ sẽ há hốc mồm kinh ngạc khi đọc câu chuyện về Howie Rubin, một nhân viên giao dịch trái phiếu thế chấp, của Salomon, người đã chuyển đến Merrill Lynch và nhanh chóng để mất 250 triệu đô-la.

Tôi hy vọng họ sẽ bị sốc khi biết rằng ở Phố Wall trước đây, các CEO chỉ biết rất mơ hồ về những rủi ro phức tạp mà các nhân viên giao dịch trái phiếu của họ đang chấp nhận.

Tôi chưa từng mảy may nghi ngờ rằng tình hình tài chính những năm 1980 sẽ kéo dài hơn 2 thập kỷ, hay rằng sự khác biệt về mức độ giữa Phố Wall và đời sống kinh tế thường nhật sẽ được đẩy lên thành sự khác biệt về tính chất. Rằng một nhân viên giao dịch trái phiếu có thể được trả 47 triệu đô-la/năm mà vẫn cảm thấy như đang bị lừa. Rằng thị trường trái phiếu thế chấp, thứ ra đời trên sàn giao dịch Salomon Brothers, vốn được coi là một ý tưởng tuyệt vời vào thời điểm đó, lại dẫn đến thảm họa kinh tế đậm chất tài chính nhất trong lịch sử. Rằng chính xác 20 năm sau khi Howie Rubin trở thành cái tên tai tiếng quen thuộc "nhờ" khoản thua lỗ 250 triệu đô-la, một nhân viên giao dịch trái phiếu thế chấp khác cũng tên là Howie, ở Morgan Stanley, đã lỗ 9 tỉ đô-la chỉ trong một giao dịch, mà vẫn không ai biết đến ngoài một nhóm nhỏ những người bên trong Morgan Stanley từng nghe về những gì anh ta đã làm hoặc lý do anh ta lại làm vậy.

Khi ngồi viết cuốn sách đầu tiên, tôi không có ước mong gì lớn mà chỉ đơn thuần muốn kể lại những gì tôi cho là một câu chuyện đáng kinh ngạc. Nếu bạn chuốc cho tôi vài ly và sau đó hỏi tôi rằng cuốn sách này sẽ có ảnh hưởng gì trên thế giới, tôi có thể đã trả lời đại loại như, "Tôi hy vọng rằng các sinh viên đại học đang cố gắng tìm hướng đi cho mình sẽ đọc cuốn sách và hiểu được rằng thật ngớ ngẩn khi từ bỏ niềm đam mê hoặc thậm chí chỉ là những sở thích mờ nhạt của họ để trở thành nhà tài chính." Tôi hy vọng rằng một vài đứa trẻ sáng dạ ở Đại học Bang Ohio mà thực sự muốn trở thành nhà hải dương học sẽ đọc cuốn sách của tôi, phớt lờ lời đề nghị của Goldman Sachs, và giương buồm ra khơi.

Tuy nhiên, không hiểu thế nào mà thông điệp này hầu như biến mất. 6 tháng sau khi Liar's Poker được xuất bản, tôi nhận được rất nhiều thư từ sinh viên Đại học Bang Ohio. Chúng muốn biết liệu tôi còn bất cứ bí mật nào khác muốn chia sẻ về Phố Wall hay không. Chúng đã đọc cuốn sách của tôi và coi nó như một cuốn cẩm nang hướng dẫn.

Trong 2 thập kỉ sau khi rời đi, tôi mong chờ ngày tàn của Phố Wall như tôi đã dự liệu. Các khoản tiền thưởng trên trời, những cuộc diễu hành vô tận của lũ nhân viên giao dịch lừa đảo, vụ bê bối đã đánh chìm Drexel Burnham, tai tiếng đã hủy hoại John Gutfreund và xóa sổ Salomon Brothers hoàn toàn, cuộc khủng hoảng nối tiếp sự sụp đổ Long-Term Capital Management của John Meriwether, ông chủ cũ của tôi, và bong bóng Internet: Hết lần này đến lần khác, hệ thống tài chính, xét về nghĩa hẹp, mất dần sự tin tưởng. Thế nhưng, các ngân hàng lớn ở Phố Wall, trung tâm của hệ thống tài chính này, vẫn tiếp tục phát triển, cùng với số tiền

mà họ phân phát nhỏ giọt cho những thanh niên 26 tuổi để những người này làm những việc mà rõ ràng chẳng mang lại lợi ích gì cho xã hội. Cuộc nổi dậy của thanh thiếu niên Mỹ chống lại văn hóa tiền tệ không bao giờ diễn ra. Tại sao phải bận tâm đến việc lật đổ thế giới của bố mẹ bạn khi bạn có thể mua nó và bán đi từng mảnh của thế giới đó?

Có lúc, tôi đã thôi không chờ đợi nữa. Tôi cho rằng không có vụ bê bối hoặc đảo ngược nào đủ lớn để nhấn chìm cả một hệ thống.

Đúng lúc đó, Meredith Whitney mang tin tức đến.

Meredith Whitney là một nhân viên phân tích vô danh, chuyên phân tích các công ty tài chính cho một công ty tài chính vô danh, Oppenheimer and Co.. Ngày 31 tháng 10 năm 2007, cô dự đoán rằng Citigroup đã quản lý yếu kém đến mức cần phải cắt giảm cổ tức nếu không sẽ phá sản. Không ai có thể biết chắc chuyện gì đang diễn ra bên trong thị trường chứng khoán vào bất cứ một ngày nhất định nào, nhưng vào ngày 31 tháng 10 đó, người ta biết chắc rằng Meredith Whitney đã khiến thị trường cổ phiếu tài chính chao đảo. Đến cuối ngày giao dịch, một phụ nữ về cơ bản chưa ai từng nghe đến, một người hoàn toàn vô danh, đã khiến giá cổ phiếu của Citigroup tụt 8% tương đương với 390 tỉ đô-la bốc hơi khỏi thị trường chứng khoán Mỹ. 4 ngày sau, CEO Chuck Prince của Citigroup từ chức. 2 tuần sau, Citigroup giảm cổ tức.

Kể từ thời điểm đó, Meredith Whitney đã trở thành E. F. Hutton: Khi cô nói, mọi người lắng nghe. Cô có thông điệp rất rõ ràng: Nếu muốn biết giá trị thực sự của các công ty ở Phố Wall này, hãy quan sát thật khách quan và kỹ lưỡng các loại tài sản kém hấp dẫn mà các công ty này đang nắm giữ bằng tiền đi vay, và tưởng tượng xem họ sẽ thu về được gì trong một cuộc bán tháo. Theo cô, đội ngũ nhân viên khổng lồ được trả lương cao trong các công ty này hoàn toàn vô giá trị. Suốt năm 2008, cứ mỗi khi các nhân viên ngân hàng và nhà môi giới tuyên bố rằng họ đã giải quyết được các vấn đề của mình, lúc thì bằng bút toán ghi giảm giá trị, lúc thì bằng việc huy động vốn, cô lại đưa ra tuyên bố của chính mình: Các anh chị đã nhầm. Các anh chị vẫn không chịu đối mặt với việc mình đã quản lý doanh nghiệp tồi tệ như thế nào. Các anh chị vẫn không thừa nhận những khoản lỗ hàng tỉ đô-la trong các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Giá trị chứng khoán của các anh chị cũng ảo như chính giá trị con người các anh chị. Các đối thủ cho rằng Whitney được đánh giá quá cao; những blogger cho rằng cô chỉ may mắn. Hầu hết những gì cô đưa ra đều đúng. Nhưng một phần nào đó, đúng là cô chỉ đoán. Không có cách nào để cô có thể biết được điều gì sẽ xảy ra đối với những công ty Phố Wall này, hay mức độ các khoản lỗ của họ trong thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn. Ngay cả chính các CEO cũng không thể biết điều này. Cô nói, “hoặc là như thế hoặc họ đều là những kẻ dối trá, nhưng tôi cho rằng họ

thật sự không biết.”

Giờ đây, rõ ràng Meredith Whitney đã không nhấn chìm Phố Wall. Cô chỉ thể hiện một cách rõ ràng và ồn ào nhất quan điểm mà hóa ra còn mang tính nổi loạn, chống lại trật tự xã hội hơn cả nhiều chiến dịch do các luật sư khác nhau ở New York khởi xướng nhằm phản đối sự thối nát ở Phố Wall. Nếu một vụ bê bối đơn thuần có thể phá hủy các ngân hàng đầu tư lớn ở Phố Wall, thì hẳn là chúng đã biến mất từ rất lâu rồi. Người phụ nữ này không nói rằng các nhân viên ngân hàng Phố Wall là những kẻ thối nát. Cô chỉ nói rằng họ ngu ngốc. Những con người này làm công việc phân bổ nguồn vốn nhưng thậm chí còn không biết cách quản lý tài sản của chính mình.

Thành thực mà nói, có phần trong con người tôi cho rằng, Nếu tôi ở lại thì có thể chính tôi đã gây ra thảm họa đó. Các nhân vật chủ chốt trong đống lộn xộn tại Citigroup cũng chính là những người tôi từng làm việc cùng tại Salomon Brothers; một vài người trong số họ còn từng có mặt trong lớp đào tạo tại Salomon Brothers của tôi. Có lúc, tôi không thể kiềm chế được bản thân: tôi gọi cho Meredith Whitney. Đó là vào khoảng tháng 3 năm 2008, ngay trước thất bại của Bear Stearns, khi kết quả vẫn ở thế cân bằng. Tôi nghĩ, nếu cô ấy đúng, đây chính là thời điểm thế giới tài chính quay trở lại chiếc hộp mà từ đó, nó đã thoát ra vào đầu những năm 1980. Tôi rất tò mò muốn biết liệu cô ấy có hiểu việc mình đang làm không, và cũng muốn biết người phụ nữ trẻ đang làm xáo trộn thị trường chứng khoán bằng mỗi lời nói của mình đến từ đâu.

Cô ấy đến Phố Wall vào năm 1994, sau khi tốt nghiệp khoa tiếng Anh trường Đại học Brown. Cô tìm được một công việc tại Oppenheimer and Co. và sau đó được đào tạo bởi một người không chỉ giúp cô xây dựng sự nghiệp mà còn cả thế giới quan của cô. Tên của ông là Steve Eisman. “Sau khi tôi làm vụ Citi,” cô nói, “một trong những điều tốt đẹp nhất đã xảy ra đó là Steve gọi cho tôi và bảo rằng ông tự hào về tôi như thế nào.” Do chưa từng nghe đến cái tên Steve Eisman nên tôi đã không suy nghĩ gì về điều này.

Nhưng sau đó, tôi đã đọc được một tin tức về việc một nhà quản lý quỹ phòng hộ vô danh ở New York tên là John Paulson đã kiếm được khoảng 20 tỉ đô-la cho các nhà đầu tư của mình và đút túi gần 4 tỉ đô-la. Đây là số tiền lớn nhất mà một người từng kiếm được một cách quá nhanh ở Phố Wall. Thêm vào đó, anh ta có nó nhờ đặt cược chống lại các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn hiện đang nhấn chìm Citigroup và mọi ngân hàng đầu tư lớn khác ở Phố Wall. Các ngân hàng đầu tư Phố Wall giống như các sòng bạc ở Las Vegas: Họ đưa ra các tỷ lệ cược. Nếu khách hàng chơi trò chơi có tổng bằng 0 để đấu lại họ thì thi thoảng có thể giành chiến thắng

nhưng sẽ không bao giờ thắng một cách có hệ thống và thắng lớn đến mức có thể khiến sòng bạc phá sản. Tuy nhiên, John Paulson từng là một khách hàng của Phố Wall. Đây là hình ảnh phản chiếu sự kém cỏi tương tự vốn đã giúp Meredith Whitney làm nên tên tuổi của mình. Sòng bạc đã đánh giá sai nghiêm trọng tỷ lệ đặt cược trong trò chơi của chính nó, và ít nhất một người đã phát hiện ra điều đó. Tôi lại gọi cho Whitney để hỏi cô ấy, giống như tôi đã hỏi những người khác, rằng liệu cô ấy có biết ai đã dự đoán được trận Đại Hồng Thủy về việc cho vay thế chấp dưới chuẩn, để từ đó sắp xếp trước nhằm thu lợi từ nó hay không. Có ai khác chú ý đến việc bánh xe rulet đã trở nên rất dễ đoán trước khi sòng bài phát hiện ra hay không? Có ai khác trong chiếc hộp đen tài chính hiện đại nắm được các lỗ hổng của cỗ máy hay không?

Khi đó là vào cuối năm 2008. Ngày càng có nhiều chuyên gia tuyên bố rằng họ đã dự đoán được thảm họa, nhưng chỉ có một số ít hơn rất nhiều thực sự làm điều đó. Trong số này, số người dám đặt cược vào tầm nhìn của mình còn ít hơn nữa. Không dễ để đứng ngoài sự cuồng loạn của đám đông – để tin rằng hầu hết những gì được đề cập trong bản tin tài chính là sai lầm; để tin rằng hầu hết những nhân vật tài chính quan trọng nhất đều đang dối trá hoặc bị lừa – mà không bị mất trí. Whitney đã đọc một mạch danh sách với cả nửa tá những cái tên trên đó, chủ yếu là các nhà đầu tư cô trực tiếp tư vấn. Ở giữa là John Paulson. Đứng đầu là Steve Eisman.

1. Một câu chuyện có xuất xứ bí mật

Eisman đặt chân vào giới tài chính khi tôi rời khỏi đó. Anh lớn lên ở New York, đi học ở các trường dòng, tốt nghiệp loại xuất sắc tại Đại học Pennsylvania, và sau đó nhận bằng danh dự của Trường Luật Harvard. Năm 1991, anh trở thành một luật sư 30 tuổi chuyên về luật doanh nghiệp và luôn tự hỏi tại sao anh lại nghĩ mình thích trở thành luật sư. “Tôi ghét nó,” anh nói. “Tôi ghét trở thành một luật sư. Bố mẹ tôi là các nhà môi giới ở công ty chứng khoán Oppenheimer. Họ đã lừa được tôi chấp nhận một công việc. Thật chẳng tốt đẹp gì, nhưng đó là sự thật.”

Oppenheimer là một trong số những công ty Phố Wall kiểu cũ cuối cùng và nó sống sót nhờ vào những “đầu thừa đuôi thẹo” mà Goldman Sachs và Morgan Stanley bỏ lại. Nó có vẻ giống một doanh nghiệp gia đình hơn là một công ty. Lillian và Elliot Eisman đã đại diện cho Oppenheimer tư vấn về tài chính cho các nhà đầu tư cá nhân kể từ đầu những năm 1960. Do được các đồng nghiệp cũng như khách hàng tôn trọng và quý mến, họ có thể thuê bất cứ ai họ muốn. Tuy nhiên, Oppenheimer hoạt động theo quy tắc gia đình trị; nếu Lillian và Elliot muốn tuyển dụng con trai họ, họ phải trả lương cho cậu trong năm đầu tiên, trong khi những người khác sẽ đánh giá xem liệu cậu có xứng đáng được trả lương hay không.

Cha mẹ của Eisman, bản chất là những nhà đầu tư giá trị kiểu cũ, đã luôn dặn dò anh rằng cách tốt nhất để tìm hiểu về Phố Wall chính là làm một nhà phân tích cổ phiếu. Anh đã bắt đầu bằng công việc này, làm việc cho những người định hình nên dư luận về các công ty đại chúng. Oppenheimer tuyển dụng khoảng 25 nhà phân tích, mà hầu hết phân tích của họ đều bị phần còn lại của Phố Wall lờ đi. “Cách duy nhất để một nhà phân tích tại Oppenheimer được trả lương là hãy làm đúng và gây ra đủ ồn ào để mọi người chú ý,” Alice Schroeder, người phụ trách các công ty bảo hiểm cho Oppenheimer, đã chuyển tới Morgan Stanley, và cuối cùng trở thành người viết tiểu sử chính thức cho Warren Buffett, nói. Cô nói thêm, “Có một yếu tố phản văn hóa ở Oppenheimer. Nhân viên ở các công ty lớn đều được trả lương để đồng thuận.” Eisman hóa ra lại có khiếu gây ồn ào và phản đối các quan điểm đồng thuận. Anh khởi đầu là một nhà phân tích cổ phiếu cấp thấp, một người phụ việc, chẳng mong gì được đưa ra ý kiến riêng. Điều này đã thay đổi vào tháng 12 năm 1991, chưa đầy một năm kể từ khi anh làm công việc mới này. Một nhà cho vay thế chấp dưới chuẩn có tên là Aames Financial đã phát hành cổ phiếu ra công chúng, nhưng không ai ở Oppenheimer quan tâm đến vấn đề này. Một trong những nhân viên ngân hàng của Oppenheimer, người hy vọng được Aames tuyển dụng, đã đi

xung quanh bộ phận nghiên cứu để tìm người biết bất cứ điều gì về mảng kinh doanh cho vay thế chấp. “Tôi là một nhà phân tích cấp thấp và chỉ đang trong quá trình học hỏi,” Eisman nói, “nhưng tôi đã nói với anh ta rằng khi còn là một luật sư, tôi đã làm một vụ cho The Money Store.” Anh ta đã nhanh chóng được bổ nhiệm là nhà phân tích chính cho Aames Financial. “Tôi đã không nói với anh ta rằng công việc của tôi chỉ là đọc tìm lỗi trong các tài liệu và tôi chẳng hiểu quái gì về những thứ chết tiệt đó.”

Aames Financial, giống như The Money Store, nằm trong một hạng mục mới gồm các công ty mở rộng việc cho vay đối với những người Mỹ thiếu tiền mặt, hay còn được gọi một cách hoa mỹ là tài chính chuyên biệt. Hạng mục này không gồm Goldman Sachs hay J.P. Morgan mà gồm nhiều công ty ít được biết đến và đều có liên quan đến sự bùng nổ cho vay thế chấp dưới chuẩn vào đầu những năm 1990. Aames là công ty cho vay thế chấp dưới chuẩn đầu tiên phát hành cổ phiếu ra công chúng. Công ty thứ hai mà Eisman được giao nhiệm vụ phụ trách là Lomas Financial. Lomas vừa mới thoát khỏi cảnh phá sản. “Tôi đưa ra khuyến nghị bán thứ này bởi nó là thứ rác rưởi. Tôi không biết là anh không được khuyến nghị bán những công ty này. Tôi nghĩ rằng có ba chiếc hộp – mua, giữ và bán – và anh có thể chọn cái mà anh nghĩ là anh nên chọn.” Steve Eisman bị buộc phải lạc quan hơn, nhưng sự lạc quan không đến với anh một cách tự nhiên. Anh có thể giả vờ lạc quan, và thỉnh thoảng có làm vậy, nhưng anh sẽ thoải mái hơn nếu không phải bận tâm vì điều đó. “Tôi có thể nghe thấy tiếng anh ta hét vào điện thoại từ cuối hành lang,” một đồng nghiệp cũ của anh chia sẻ. “Anh ta vui vẻ chỉ ra những điểm tiêu cực về cổ phiếu của các công ty anh ta phụ trách. Anh ta nghĩ gì, nói nấy.” Eisman vẫn giữ nguyên khuyến nghị bán đối với Lomas Financial, ngay cả sau khi nó thông báo rằng các nhà đầu tư không cần lo lắng về tình hình tài chính của nó, bởi nó đã phòng ngừa rủi ro thị trường. Eisman nói, “Câu đơn tuyệt vời nhất tôi đã từng viết ở cương vị một nhà phân tích là sau khi Lomas nói họ đã được phòng ngừa khỏi rủi ro.” Anh trích dẫn lại câu đó từ trong trí nhớ của mình: “’Lomas Financial là một định chế tài chính được phòng ngừa khỏi rủi ro một cách hoàn hảo: nó thua lỗ ở mọi môi trường lãi suất có thể nhận thức được.’ Tôi thích viết câu đó hơn bất cứ câu nào tôi từng viết.” Một vài tháng sau khi anh xuất bản câu nói này, Lomas Financial trở lại tình trạng phá sản.

Eisman nhanh chóng khẳng định mình là một trong số ít các nhà phân tích tại Oppenheimer có quan điểm có thể khuấy đảo thị trường. “Nó giống việc tôi được quay trở lại thời đi học vậy,” anh nói. “Tôi sẽ tìm hiểu về một ngành nào đó, và tôi sẽ đi và viết về nó.” Mọi người ở Phố Wall bắt đầu coi anh là một nhân vật chân thật. Anh ăn mặc kiểu nửa mùa, như thể có ai đó đã phải rất khó khăn mới mua được cho anh những bộ quần áo mới và đẹp nhưng không chỉ cho anh

cách mặc chúng. Mái tóc vàng được cắt ngắn của anh trông như thể anh đã tự cắt chúng. Tâm điểm trên khuôn mặt nhẵn nhụi, biểu cảm và không thân thiện của anh chính là cái miệng, bởi lúc nào nó cũng mở hờ ngay cả khi anh ăn. Cứ như thể anh sợ không thể tuôn ra hết những suy nghĩ vừa thoáng qua đầu trước khi suy nghĩ khác ập đến, nên luôn phải giữ cho kênh đó thông suốt.

Khi anh tiếp xúc với thế giới bên ngoài, một khuôn mẫu sẽ xuất hiện. Ngày càng có nhiều người làm việc cho Steve Eisman yêu mến anh, hoặc ít nhất bị anh làm cho buồn cười. Họ đánh giá cao sự sẵn sàng và khả năng từ bỏ cả tiền bạc và kiến thức của anh."Anh ấy là một nhà giáo bẩm sinh," một phụ nữ từng làm việc cho anh nói. "Và anh ấy bảo vệ phụ nữ một cách dữ dội." Anh đồng cảm với những người bé nhỏ và những người luôn bị thua thiệt dù cho bản thân anh chưa bao giờ như vậy. Mặc khác, những người quan trọng mà hy vọng rằng sẽ nhận được sự tôn kính từ Eisman lại thường rời khỏi cuộc gặp mặt với anh trong tâm trạng bị sốc và phẫn nộ. "Rất nhiều người không hiểu Steve," Meredith Whitney nói với tôi, "nhưng ai hiểu anh ấy đều quý mến anh ấy." Một trong số những người không hiểu Steve là giám đốc một công ty môi giới lớn của Mỹ, người đã nghe Eisman giải thích trước hàng tá các nhà đầu tư vào bữa trưa về lý do tại sao ông ta, vị giám đốc đó, lại không hiểu chính công việc kinh doanh của mình, và sau đó nhìn anh ấy rời đi giữa bữa ăn trưa và không bao giờ quay lại. ("Tôi phải vào nhà vệ sinh," Eisman nói. "Tôi không hiểu tại sao tôi không bao giờ quay lại.") Sau bữa trưa đó, vị giám đốc này đã tuyên bố rằng ông ta sẽ không bao giờ bước chân vào bất cứ căn phòng nào có Steve Eisman ở đó. Chủ tịch một công ty bất động sản lớn của Nhật Bản là một ví dụ nữa. Ông đã gửi cho Eisman các báo cáo tài chính của công ty mình và sau đó đã cùng với một phiên dịch viên đến để mời Eisman đầu tư. "Ông thậm chí còn không sở hữu cố phiếu ở công ty mình," Eisman nói, sau phần giới thiệu rất tỉ mỉ điển hình của vị doanh nhân Nhật Bản này. Người phiên dịch đã nói nhỏ với vị CEO.

"Ở Nhật, các nhà quản lý thường không sở hữu cổ phiếu," cuối cùng anh ta nói.

Eisman cho rằng các báo cáo tài chính của gã này chẳng cho thấy bất cứ chi tiết thực sự quan trọng nào về công ty của hắn; nhưng thay vì chỉ đơn giản nói như vậy, anh tung bản báo cáo lên không, như thể vứt một thứ rác rưởi. "Đây… là đống giấy chùi toilet," anh nói. "Dịch đi."

"Quý ông Nhật Bản bỏ kính ra," một người chứng kiến cuộc gặp gỡ kì lạ này nhớ lại. "Môi ông ấy run lên. Chiến tranh Thế giới III như sắp nổ ra. 'Giấy toy-lay? Giấy toy-lay ư?'"

Một nhà quản lý quỹ phòng hộ, người coi Eisman như một người bạn, đã giải thích cho tôi về con người anh nhưng chỉ một phút sau đó – sau khi ông mô tả việc Eisman đang vạch trần

nhiều nhân vật quan trọng là những kẻ nói dối hoặc những tên đần độn – ông bắt đầu cười. “Anh ta là một người thích châm chọc xét về mặt nào đó, nhưng anh ấy cũng thông minh, trung thực và không biết sợ.”

“Ngay cả ở Phố Wall, người ta cũng nghĩ anh ấy là kẻ thô lỗ, đáng ghét và hiếu chiến,” vợ của Eisman, Valerie Feigen nói. “Anh ấy không quan tâm đến cách cư xử. Tin tôi đi, tôi đã rất, rất cố gắng.” Sau khi cô dẫn anh về nhà ra mắt lần đầu tiên, mẹ cô đã nói, “Ồ, chúng ta không thể dùng cậu ta nhưng hoàn toàn có thể bán đấu giá cậu ta tại UJA.” Eisman được cho là có tài làm mất lòng người khác. “Anh ấy không thô lỗ một cách giả tạo,” vợ anh giải thích. “Anh ấy thô lỗ một cách chân thật. Anh ấy biết mọi người nghĩ anh ấy là người như thế nào nhưng anh ấy không nghĩ mình như vậy. Steven sống theo cách riêng của mình.”

Khi được hỏi về sự khó chịu mà anh thường để lại phía sau mình, Eisman trông như không hiểu gì, thậm chí có chút như bị xúc phạm. “Có lúc, tôi quên cả chính bản thân mình,” anh trả lời với một cái nhún vai.

Đây là giả thuyết đầu tiên trong rất nhiều giả thuyết về Eisman: Anh ấy chỉ đơn thuần là quan tâm đến bất cứ điều gì nảy ra trong đầu hơn là ai đang đứng trước mặt mình và mối quan tâm thứ nhất luôn áp đảo cái còn lại. Giả thuyết này đã giáng một đòn mạnh vào những người biết rõ Eisman là người không hoàn hảo. Mẹ của anh, Lillian, đã đưa ra giả thuyết thứ hai. “Trong Steven thực sự tồn tại 2 con người,” bà nói một cách thận trọng. Một là cậu bé đã được bà mua cho chiếc xe đạp đời mới mà cậu rất khát khao, chỉ để cậu đạp xe đến Công viên Trung tâm, cho một đứa trẻ mà cậu chưa từng gặp mặt mượn, và nhìn chiếc xe mất hút khỏi tầm mắt. Còn người còn lại là chàng thanh niên trẻ muốn nghiên cứu về Talmud, không phải bởi anh có chút quan tâm gì đến Chúa mà bởi anh rất tò mò về những mâu thuẫn bên trong đó.

Với những thông tin thu thập được thì có vẻ Eisman là một nhân vật kỳ lạ. Và anh cũng đến Phố Wall vào đầu một giai đoạn kỳ lạ. Thị trường trái phiếu thế chấp ra đời một thập niên trước đã mở rộng Phố Wall tới một điểm mà nó chưa từng đến trước đó: các khoản nợ của những người dân Mỹ bình thường. Lúc đầu, cỗ máy thị trường trái phiếu mới chỉ quan tâm tới nửa dân số Mỹ có khả năng thanh toán tốt hơn. Giờ đây, với việc mở rộng thị trường trái phiếu thế chấp sang nhóm dân Mỹ có uy tín tín dụng thấp hơn, nó đã tìm được nguồn nhiên liệu nằm trong những món nợ của nửa còn lại có khả năng thanh toán kém hơn.

Trái phiếu thế chấp khác trái phiếu doanh nghiệp và trái phiếu chính phủ kiểu cũ ở những khía cạnh rất quan trọng. Trái phiếu thế chấp không phải là một khoản vay lớn có thời hạn cố định rõ ràng. Một trái phiếu thế chấp là một quyền đối với các dòng tiền từ một rổ gồm hàng ngàn

khoản cho vay mua nhà có thế chấp. Những dòng tiền này luôn có vấn đề, bởi người vay có quyền trả hết bất cứ lúc nào họ muốn. Đây là lý do lớn nhất duy nhất mà các nhà đầu tư trái phiếu ban đầu cảm thấy rất miễn cưỡng khi đầu tư vào các khoản cho vay mua nhà có thế chấp: Những người đi vay các khoản vay có thế chấp thường hoàn trả các khoản vay chỉ khi lãi suất giảm, và họ có thể đổi nợ với giá rẻ hơn, khiến chủ sở hữu trái phiếu thế chấp phải cầm một đống tiền mặt và đầu tư với lãi suất thấp hơn. Nhà đầu tư vào các khoản cho vay mua nhà có thế chấp không biết khoản đầu tư của họ sẽ kéo dài được bao lâu, chỉ biết rằng anh ta/cô ta sẽ nhận lại tiền của mình vào thời điểm họ ít mong muốn nhất. Để hạn chế sự không chắc chắn này, những người mà tôi từng làm việc cùng ở Salomon Brothers, những người tạo ra thị trường trái phiếu thế chấp, đã đưa ra một giải pháp thông minh. Họ lấy các rổ những khoản cho vay mua nhà có thế chấp khổng lồ và chia các khoản thanh toán của chủ nhà thành từng lát nhỏ, gọi là các tranche. Người mua tranche đầu tiên giống như chủ sở hữu tầng trệt của một tòa nhà trong cơn lũ: Họ sẽ bị nhấn chìm bởi đợt sóng trả trước các khoản vay thế chấp đầu tiên. Đổi lại, họ nhận được mức lãi suất cao hơn. Những người mua tranche thứ hai – tầng 2 của toà nhà – nhận được đợt sóng trả trước tiếp theo và đổi lại, cũng nhận được mức lãi suất cao thứ hai, v.v... Nhà đầu tư ở tầng trên cùng của tòa nhà nhận được lãi suất thấp nhất nhưng có sự đảm bảo lớn nhất rằng khoản đầu tư của họ sẽ không chấm dứt trước khi họ muốn.

Nỗi sợ hãi lớn của nhà đầu tư trái phiếu thế chấp trong những năm 1980 là họ được hoàn trả quá nhanh, chứ không phải là không được hoàn trả. Các rổ gồm những khoản vay làm cơ sở cho trái phiếu thế chấp phải tuân thủ các tiêu chuẩn, cả về quy mô lẫn chất lượng tín dụng của người đi vay, được đưa ra bởi một trong các cơ quan của chính phủ: Freddie Mac, Fannie Mae và Ginnie Mae. Khi được chấp nhận, các khoản vay này nhận được sự bảo lãnh từ chính phủ; nếu chủ nhà vỡ nợ, chính phủ sẽ phải trả nợ thay. Khi Steve Eisman nhảy vào ngành tài chính chuyên biệt mới mẻ và đang phát triển rất nhanh chóng này, trái phiếu thế chấp sắp được sử dụng theo cách mới: cho vay những khoản vay không đủ điều kiện để chính phủ bảo lãnh. Mục đích của việc này là mở rộng tín dụng đến các chủ hộ có uy tín tín dụng ngày càng thấp, không phải để họ có thể mua một ngôi nhà mà để họ có thể đổi thành tiền mặt bất cứ giá trị chủ sở hữu nào mà họ có trong căn nhà của họ.

Những trái phiếu thế chấp được hình thành từ các khoản cho vay mua nhà dưới chuẩn đã mở rộng logic, vốn được phát minh ra nhằm làm rõ vấn đề trả trước sớm, để đối phó với vấn đề không hề trả trước chút nào. Nhà đầu tư ở tầng trệt, hay tranche đầu tiên, sẽ dễ phải đối mặt không phải với những khoản trả trước mà là với những khoản lỗ thực sự. Anh ta sẽ phải gánh chịu những khoản thua lỗ đầu tiên đến khi khoản đầu tư của anh ta hoàn toàn bị xóa sổ, tiếp

đến, thua lỗ sẽ tấn công anh chàng ở tầng thứ hai. Và cứ tiếp tục như vậy.

Vào đầu những năm 1990, chỉ có hai nhà phân tích của Phố Wall làm công việc tìm hiểu ảnh hưởng của việc mở rộng tín dụng đến những nơi không có đủ điều kiện vay tiền. Đó là Steve Eisman và Sy Jacobs. Jacobs cũng tham gia chương trình đào tạo của Salomon Brothers như tôi, và hiện làm việc cho một ngân hàng đầu tư nhỏ có tên là Alex Brown. "Tôi đã từng tham dự chương trình đào tạo của Salomon và được nghe về những điều mà mô hình chứng khoán hóa mới tuyệt vời do Lewie Ranieri tạo ra sẽ thực hiện," anh nhớ lại. (Ranieri được coi là cha đẻ của thị trường trái phiếu thế chấp.) Việc biến các khoản cho vay mua nhà có thế chấp thành trái phiếu có tác động vô cùng lớn. Nợ của người này luôn là tài sản của người khác, nhưng hiện nay, ngày càng nhiều khoản nợ được biến thành những mảnh giấy mà bạn có thể bán cho bất cứ ai. Chỉ trong một thời gian ngắn, sàn giao dịch Salomon Brothers đã sinh ra các thị trường trái phiếu nhỏ được đảm bảo bằng rất nhiều thứ kì lạ: các khoản phải thu từ thẻ tín dụng, các hợp đồng cho thuê máy bay, các khoản vay mua xe ô tô, phí câu lạc bộ chăm sóc sức khỏe. Giờ đây, để tạo ra thị trường mới, chỉ cần tìm ra một loại tài sản cầm cố mới. Loại tài sản chưa được khai thác rõ ràng nhất ở Mỹ vẫn là nhà ở. Những người vay thế chấp đầu tiên có một lượng lớn giá trị chủ sở hữu bị ứ đọng trong nhà; tại sao không chứng khoán hóa những giá trị chủ sở hữu chưa được khai thác này? Jacobs nói, "Xã hội vẫn kì thị khách hàng vay thế chấp thứ hai và điều này thực sự không nên. Nếu đánh giá tín dụng của bạn tệ hơn, bạn phải trả nhiều hơn. Nếu chúng tôi có thể biến trái phiếu thành thị trường đại trà, chúng tôi có thể giảm chi phí cho người vay. Họ có thể thay thế các khoản nợ thẻ tín dụng lãi suất cao bằng khoản nợ vay có thế chấp lãi suất thấp hơn. Và đó sẽ là lời tiên đoán tự trở thành hiện thực."

Sự tương đồng ngày càng tăng giữa tầng lớp giàu có và hạ lưu ở Mỹ được cho là có lợi cho tầng lớp hạ lưu ở Mỹ. Tính hiệu quả mới này trong các thị trường vốn sẽ cho phép tầng lớp hạ lưu ở Mỹ trả lãi suất ngày càng thấp cho các khoản nợ của họ. Vào đầu những năm 1990, những nhà cho vay thế chấp dưới chuẩn đầu tiên – The Money Store, Greentree, Aames – đã bán cổ phiếu ra công chúng để phát triển nhanh hơn. Đến giữa những năm 1990, mỗi năm có hàng tá các công ty cho vay tiêu dùng nhỏ gia nhập thị trường. Ngành cho vay dưới chuẩn bị phân mảnh. Do những người cho vay bán lại rất nhiều – dù không phải tất cả – các khoản cho vay của họ cho các nhà đầu tư khác dưới dạng trái phiếu thế chấp, nên ngành này đầy rẫy các rủi ro về đạo đức. "Đó là ngành kinh doanh dễ kiếm tiền," Jacobs nói. "Bất kì ngành kinh doanh nào mà bạn có thể bán sản phẩm để kiếm tiền nhưng không phải lo lắng về việc sản phẩm đó hoạt động ra sao chắc chắn sẽ thu hút những kẻ bẩn thỉu. Eisman và tôi đều tin vào ý tưởng lớn đó và cả hai đều gặp một vài kẻ thực sự bẩn thỉu. Đó là công việc của chúng tôi: tìm ra những người phù

hợp có thể thực hiện thành công ý tưởng lớn đó."

Cho vay có thế chấp dưới chuẩn vẫn chỉ chiếm một phần rất nhỏ trong thị trường tín dụng Mỹ – vài chục tỉ cho vay mỗi năm – nhưng sự tồn tại của nó lại rất có ý nghĩa, ngay cả với Steven Eisman. "Tôi nghĩ đó là một phần câu trả lời cho sự bất bình đẳng về thu nhập ngày càng gia tăng," anh nói. "Sự phân chia thu nhập ở đất nước này vốn đã mất cân bằng và đang ngày càng mất cân bằng, vậy nên, ngày càng có nhiều khách hàng dưới chuẩn." Tất nhiên, Eisman được trả tiền để nắm bắt được ý nghĩa của việc cho vay dưới chuẩn: Oppenheimer nhanh chóng trở thành một trong những ngân hàng hàng đầu trong ngành công nghiệp mới này, một phần không nhỏ là nhờ có Eisman là một trong những người khởi xướng chủ chốt trong đó. "Tôi đã biến rất nhiều công ty dưới chuẩn trở thành công ty đại chúng," Eisman nói. "Và câu chuyện mà họ thích kể là 'chúng tôi đang giúp đỡ khách hàng. Bởi chúng tôi kéo họ ra khỏi khoản nợ thẻ tín dụng lãi suất cao và đặt họ vào khoản nợ vay có thế chấp lãi suất thấp hơn'. Và tôi tin câu chuyện này." Rồi có thứ gì đó đã thay đổi.

Vincent Daniel lớn lên ở Queens, không có bất cứ đặc quyền nào mà Steve Eisman coi là hiển nhiên. Song nếu bạn gặp họ, bạn có thể cho rằng Vinny đã lớn lên trong xa hoa ở Đại lộ Park trong khi Eisman được nuôi dạy trong căn hộ ở ghép tại Đại lộ 82.. Eisman là kẻ trắng trợn, phô trương và tập trung vào những phi vụ lớn. Vinny lại cẩn trọng, cảnh giác và ưa thích các chi tiết. Anh còn trẻ tuổi, cơ thể cân đối với mái tóc đen, dày và điển trai, nhưng ngoại hình của anh đã bị che lấp bởi những biểu cảm lo lắng trên khuôn mặt. Anh không có gì để mất nhưng dường như lúc nào cũng lo lắng rằng mình sắp mất một thứ gì đó rất quan trọng. Bố của Vinny đã bị sát hại khi anh còn nhỏ – dù không ai nói về chuyện đó – còn mẹ anh là người giữ sổ sách ở một công ty giao dịch hàng hóa. Bà đã một mình nuôi dạy anh em Vinny. Có thể là do mảnh đất Queens, có thể là do những gì đã xảy ra với người cha, hoặc có thể chỉ là do bản chất con người Vincent Daniel, nhưng anh luôn hồ nghi các đồng nghiệp của mình. Với sự nể phục của một nhà vô địch dành cho một nhà vô địch vĩ đại hơn, Steve Eisman đã nói, "Vinny là bóng tối."

Eisman là một đứa trẻ thuộc tầng lớp thượng lưu, người không mấy ngạc nhiên khi anh được vào học tại Penn thay vì Yale. Vinny là một đứa trẻ thuộc tầng lớp hạ lưu, có người mẹ luôn cảm thấy tự hào vì anh được nhận vào đại học dù đó là trường nào đi chăng nữa và còn tự hào hơn khi, vào năm 1994, sau khi Vinny tốt nghiệp SUNY-Binghamton, anh đã tự mình xin được vào làm tại Arthur Andersen ở Manhattan, một công ty kế toán phá sản vài năm sau đó trong vụ bê bối Enron. "Lớn lên ở đất Queens này, bạn sẽ nhanh chóng biết nơi nào có tiền," Vinny nói. "Đó chính là Manhattan." Nhiệm vụ đầu tiên của anh ở Manhattan với cương vị một nhân viên kế toán cấp thấp là kiểm toán Salomon Brothers. Anh ngay lập tức bị choáng váng trước

sự mờ ám trong sổ sách của một ngân hàng đầu tư. Không một kế toán đồng sự nào của anh có thể giải thích tại sao các nhân viên giao dịch lại làm những gì họ đang làm. "Tôi không biết mình đang làm gì nữa," Vinny nói. "Nhưng điều đáng sợ là các sếp của tôi cũng chẳng biết gì. Tôi đã đặt ra những câu hỏi cơ bản như, Tại sao họ lại sở hữu trái phiếu thế chấp này? Liệu họ chỉ đang đặt cược trên nó, hay đó là một phần trong một chiến lược lớn hơn? Tôi nghĩ mình cần phải biết. Thật khó để có thể kiểm toán một công ty nếu bạn không thể tìm ra một bức tranh lớn."

Anh cho rằng chẳng có cách nào hiệu quả để một kế toán viên được giao nhiệm vụ kiểm toán một công ty lớn ở Phố Wall có thể chỉ ra công ty đó đang lãi hay lỗ. Chúng là những hộp đen khổng lồ với những bánh răng được giấu kín đang chuyển động liên tục. Vài tháng sau khi bắt đầu đợt kiểm toán, sếp của Vinny đã quá ngán ngẩm trước những câu hỏi của anh. "Ông ta không thể giải thích cho tôi. Ông ta nói, 'Vinny, đó không phải việc của anh. Tôi thuê anh để làm việc XYZ, hãy làm việc XYZ và câm miệng lại.' Tôi bước ra khỏi văn phòng của ông ta và nói, 'Tôi phải đi khỏi đây.'"

Vinny tìm một công việc khác. Một người bạn học cũ của anh làm tại Oppenheimer and Co. đang kiếm được nhiều tiền. Anh ta đã nộp hồ sơ của Vinny đến bộ phận nhân sự, và nó đã đến tay Steve Eisman, người hóa ra cũng đang tìm kiếm ai đó giúp anh phân tích được những phương pháp kế toán ngày càng phức tạp của những người khởi tạo ra các khoản cho vay thế chấp dưới chuẩn. "Tôi không biết cộng," Eisman nói. "Tôi nghĩ về các câu chuyện. Tôi cần người giúp tôi giải quyết các con số." Vinny nghe nói rằng Eisman rất khó tính và đã thực sự ngạc nhiên khi họ gặp mặt vì Eisman dường như chỉ quan tâm đến việc liệu họ có thể hòa hợp với nhau không. "Anh ấy dường như chỉ chăm chú vào việc tìm được một người đáng tin cậy," Vinny nói. Họ gặp nhau lần thứ hai khi Eisman đột nhiên gọi điện thoại cho Vinny. Vinny cho rằng anh sắp nhận được đề nghị làm việc, nhưng khi họ vừa mới bắt đầu nói chuyện, Eisman nhận được một cuộc gọi khẩn cấp khác và Vinny phải chờ máy. Vinny ngồi đợi 15 phút trong yên lặng, nhưng Eisman đã không bao giờ trả lời lại.

Hai tháng sau, Eisman gọi lại cho anh hỏi khi nào Vinny có thể bắt đầu công việc?

Eisman không hề nhớ tại sao anh lại để Vinny chờ máy rồi không gọi lại như thế, cũng giống như việc anh không nhớ tại sao anh lại vào nhà vệ sinh giữa bữa trưa với một vị CEO có tiếng và cũng không trở lại. Vinny đã nhanh chóng tự tìm ra câu trả lời: Khi Eisman nhận được cuộc gọi cắt ngang cuộc nói chuyện giữa họ, anh hay tin Max, cậu con trai đầu lòng vừa mới sinh của anh, đã qua đời. Một người y tá trực đêm đã lăn đè lên đứa trẻ khi cô ta đang ngủ và khiến nó bị

ngạt. 10 năm sau, những người thân thiết nhất với Eisman đã nói rằng đó là một sự kiện đã làm thay đổi mối quan hệ của anh với thế giới xung quanh. “Steven nghĩ rằng có một thiên thần luôn phù hộ anh ấy,” Valerie nói. “Không có bất cứ điều gì tồi tệ từng xảy ra với Steven. Anh ấy được bảo vệ và an toàn. Sau khi Max ra đi, thiên thần ấy cũng biến mất. Mọi điều tồi tệ có thể xảy ra bất cứ lúc nào.” Từ đó, cô nhận thấy nhiều thay đổi ở chồng mình, dù lớn hay nhỏ, và Eisman cũng không phải là không đồng ý. “Từ góc nhìn lịch sử vũ trụ, sự ra đi của Max không phải là một vấn đề lớn,” Eisman nói. “Nhưng đó là một vấn đề rất lớn đối với riêng tôi.”

Dù vậy, Vinny và Eisman không bao giờ nói về những gì đã xảy ra. Tất cả những gì Vinny biết đó là Eisman mà anh đang làm việc cùng không hề giống một Eisman mà anh đã từng gặp trước đó vài tháng. Eisman mà Vinny đã từng phỏng vấn cùng, theo tiêu chuẩn của các nhà phân tích Phố Wall, là người rất trung thực. Anh không hoàn toàn là người bất hợp tác. Oppenheimer là một trong những ngân hàng hàng đầu trong ngành công nghiệp cho vay thế chấp dưới chuẩn. Họ sẽ không bao giờ có được vị trí đó nếu Eisman, nhà phân tích ồn ào nhất của họ, không sẵn sàng dành những lời có cánh cho họ. Cũng giống như việc anh thích giáng đòn vào các công ty kém hiệu quả, anh chấp nhận rằng ngành công nghiệp cho vay dưới chuẩn là một sự bổ sung hữu ích cho nền kinh tế Mỹ. Theo một cách nào đó, việc sẵn sàng tỏ ra thô lỗ với một vài người khởi xướng loại cho vay dưới chuẩn này hóa ra lại rất hữu ích. Nó làm tăng uy tín cho các khuyến nghị của anh về những người khác.

Eisman hiện ngày càng trở nên nhạy cảm một cách tiêu cực, mà theo sếp anh, thì điều này gây phản tác dụng về mặt tài chính. “Nó giống như việc anh ấy sẽ đánh hơi thấy điều gì đó,” Vinny nói. “Nhưng anh ấy cần tôi giúp xem anh ấy đã đánh hơi được cái gì.” Eisman muốn viết một bản báo cáo chỉ trích toàn ngành công nghiệp, nhưng anh cần phải thận trọng hơn bình thường. “Bạn có thể thể hiện sự tích cực và nói sai về bên bán,” Vinny nói. “Nhưng nếu bạn thể hiện sự tiêu cực và nói sai, bạn sẽ bị sa thải.” Một vài tháng trước, anh nhận được tin tức anh cần từ Moody’s: Cơ quan xếp hạng này hiện đang sở hữu và chào bán mọi loại thông tin mới về các khoản cho vay thế chấp dưới chuẩn. Dù cơ sở dữ liệu của Moody’s không cho phép anh kiểm tra các khoản vay riêng lẻ, nhưng nó mang lại một bức tranh tổng thể về các rổ bao gồm những khoản cho vay làm bảo đảm cho các trái phiếu thế chấp riêng lẻ: lãi suất thả nổi là bao nhiêu, bao nhiêu ngôi nhà được mua bằng cách vay thế chấp được dùng để ở. Quan trọng nhất: Bao nhiêu khoản vay không được trả nợ đúng hạn. “Cơ sở dữ liệu đây,” Eisman nói một cách đơn giản. “Hãy vào phòng đó. Đừng trở ra cho đến khi anh biết được nó có nghĩa là gì.” Vinny có cảm giác rằng Eisman đã biết nó có nghĩa là gì.

Vinny đã phải tự lực cánh sinh. “Tôi mới chỉ 26 tuổi,” anh nói, “và tôi còn không biết chứng

khoán có đảm bảo bằng thế chấp thực sự là cái gì." Eisman cũng chẳng biết gì về chúng – anh ấy chỉ là một gã chơi cổ phiếu, và Oppenheimer thậm chí còn không có cả bộ phận trái phiếu. Vinny đành phải tự mày mò học. Khi học xong, anh đã có được lời giải thích cho cái thứ mùi khó chịu bốc ra từ ngành công nghiệp thế chấp dưới chuẩn mà Eisman đã phát hiện ra. Những công ty này chỉ công khai thu nhập ngày càng gia tăng của họ, ngoài ra không tiết lộ gì thêm. Một trong nhiều điểm mà họ không tiết lộ chính là tỉ lệ không trả nợ đúng hạn của các khoản vay mua nhà mà họ đang cho vay. Khi Eisman đã đặt máy ghi âm và nghe trộm được điều này thì họ lại giả vờ rằng nó chả liên quan gì cả, vì họ đã bán mọi khoản vay cho những người đóng gói chúng thành trái phiếu thế chấp: Rủi ro không còn là của họ nữa. Điều này không đúng. Tất cả đều giữ lại một phần nhỏ các khoản vay gốc, và các công ty được phép ghi giá trị tương lai kỳ vọng của các khoản vay này vào lợi nhuận trong sổ sách. Luật kế toán cho phép họ giả định rằng các khoản vay sẽ được hoàn trả, và không phải bị hoàn trả trước hạn. Giả định này trở thành động cơ cho số phận bất hạnh của họ.

Điều đầu tiên đập vào mắt Vinny chính là tỉ lệ trả trước cao ngất ở một khu vực mang tên "nhà nhân tạo." ("Nó nghe có vẻ khá hơn 'nhà di động'") Nhà di động khác với các loại tài sản không có bánh: Giống như ô tô, giá trị của chúng giảm ngay khi chúng được đưa ra khỏi cửa hàng. Người mua nhà di động, không giống như người mua nhà bình thường, không mong sẽ có thể đổi nợ trong vòng hai năm và lấy tiền ra. Tại sao họ lại trả trước quá nhanh như vậy? Vinny tự hỏi. "Tôi thấy nó thật vô lý. Và rồi tôi phát hiện ra lý do các khoản thanh toán sớm cao như vậy là do chúng mang tính không tự nguyện." "Trả trước không tự nguyện" nghe khá hơn là "vỡ nợ". Những người mua nhà di động đang không thể trả nợ đúng hạn, nhà của họ đang bị thu hồi, và những người cho họ vay tiền chỉ đang nhận được phần rất nhỏ của khoản vay gốc. "Cuối cùng, tôi thấy rằng tất cả các khu vực cho vay dưới chuẩn đều đang bị trả trước hoặc đang xấu đi với tốc độ đáng kinh ngạc," Vinny nói. "Tôi đang được chứng kiến một tỉ lệ không trả nợ đúng hạn rất cao ở các rổ này." Lãi suất của các khoản vay này không đủ cao để tương xứng với rủi ro của việc cho phân khúc dân số Mỹ đặc biệt này vay. Nó giống như thể là các quy tắc thông thường về tài chính đã bị hoãn lại để giải quyết một vấn đề xã hội. Một ý nghĩ thoáng qua đầu anh ta: Làm thế nào để khiến người nghèo cảm thấy giàu có với mức tiền lương không đổi? Hãy cho họ vay với giá rẻ.

Anh mất 6 tháng để sàng lọc mọi rổ vay thế chấp dưới chuẩn, nhưng khi hoàn thành, anh đã ra khỏi phòng và báo tin cho Eisman. Tất cả các công ty cho vay dưới chuẩn này đều đang phát triển rất nhanh, và sử dụng các phương thức kế toán ngớ ngẩn đến mức họ đã giấu đi một thực tế rằng họ không có lợi nhuận thực, mà tất cả chỉ là ảo, do kế toán tạo ra. Họ sở hữu đặc điểm

thiết yếu của một mô hình Ponzi: Để duy trì ảo tưởng rằng họ là những doanh nghiệp sinh lời, họ cần thêm nhiều vốn hơn nữa để tạo ra ngày càng nhiều các khoản vay dưới chuẩn. "Tôi không chắc chắn 100% rằng tôi đúng," Vinny nói, "nhưng tôi đã đến chỗ Steve và nói, 'Điều này chẳng tốt đẹp gì cả.' Đó là tất cả những gì anh cần biết. Tôi nghĩ thứ anh cần là bằng chứng để hạ điểm cổ phiếu."

Báo cáo của Eisman đã đả kích mọi nhà khởi xướng dưới chuẩn; anh lần lượt phơi bày sự lừa đảo của hàng tá các công ty. Anh nói, "đây là sự khác biệt giữa cái nhìn về thế giới mà họ trưng trước mắt bạn và các con số thực tế." Các công ty dưới chuẩn không đánh giá cao nỗ lực của anh. "Anh ấy đã tạo ra một trận cuồng phong," Vinny nói. "Tất cả những công ty dưới chuẩn này đều gọi điện và la lối anh ấy: Mày sai rồi, số liệu của mày cũng vậy. Và anh ấy cũng hét lại vào mặt họ, 'Đấy là số liệu chết tiệt của BỌN MÀY!" Một trong những lý do khiến bản báo cáo của Eisman đụng chạm đến quá nhiều người là anh đã không đưa ra cảnh báo phù hợp cho những công ty mà anh xúc phạm. Anh đã vi phạm luật của Phố Wall. "Steve biết điều đó chắc chắn sẽ tạo bão," Vinny nói. "Và anh ấy muốn tạo bão. Anh ấy không muốn bị ngăn cản. Nếu anh cảnh báo họ, tất cả những người này sẽ ngăn cản anh làm việc đó."

"Trước đây, chúng ta không bao giờ có thể đánh giá được các khoản vay bởi chúng ta không có dữ liệu," Eisman nói sau đó. "Tên tuổi của tôi đã gắn liền với ngành công nghiệp này. Danh tiếng của tôi đã được xây dựng dựa trên việc theo dõi các cổ phiếu này. Nếu tôi sai, đó sẽ là dấu chấm hết cho sự nghiệp của Steve Eisman."

Eisman công bố bản báo cáo của mình vào tháng 9 năm 1997, thời điểm giữa của một thời kì có vẻ như là một trong những cuộc bùng nổ kinh tế lớn nhất trong lịch sử Hoa Kỳ. Chưa đầy một năm sau, Nga vỡ nợ và quỹ phòng hộ mang tên Long-Term Capital Management bị phá sản. Sau đó, những nhà cho vay dưới chuẩn đầu tiên bị từ chối cấp vốn và ngay lập tức đổ bể hàng loạt. Thất bại của họ được cho là một bản cáo trạng về cách họ áp dụng các phương pháp kế toán, thứ cho phép họ ghi sổ các khoản lợi nhuận trước khi chúng thành hiện thực. Theo như Vinny biết thì không một ai ngoại trừ Vinny thực sự hiểu được sự tồi tệ của các khoản cho vay mà họ đã thực hiện. "Tôi cảm thấy vui khi thị trường này vẫn có điểm không hiệu quả như vậy," anh nói. "Bởi nếu thị trường nắm bắt được mọi thứ, tôi có thể đã chọn sai nghề. Bạn không thể hiểu thêm bất cứ điều gì bằng cách quan sát vấn đề phức tạp này, vậy sao phải bận tâm cơ chứ? Nhưng tôi là người duy nhất mà tôi biết đang theo dõi các công ty mà chắc chắn sẽ sụp đổ trong cuộc bùng nổ kinh tế lớn nhất mà chúng ta từng được chứng kiến trong đời. Tôi biết nền kinh tế này đã hình thành ra sao và nó thực sự rất quái đản."

Một vài năm sau, Eisman thôi việc và xin làm cho một quỹ phòng hộ lớn mang tên Chilton Investment. Anh đã không còn hứng thú với việc mách những người khác nên đặt tiền vào đâu nữa. Anh nghĩ anh thích việc tự quản lý tiền và đánh cược dựa trên những phán đoán của bản thân hơn. Khi tuyển dụng Eisman, Chilton Investment lại có suy nghĩ khác. "Vấn đề về Steve," một đồng nghiệp tại Chilton nói, "đó là anh ấy thực sự rất thông minh. Nhưng liệu anh ấy có thể chọn cổ phiếu không?" Chilton đã quyết định rằng anh không thể và sắp xếp anh vào vị trí cũ với công việc phân tích các công ty, hỗ trợ người thực sự đưa ra các quyết định đầu tư. Eisman không thích việc này, nhưng anh vẫn làm, và trong khi làm việc, anh đã học được những điều giúp anh có được sự chuẩn bị độc nhất cho cuộc khủng hoảng sắp diễn ra. Anh đã biết được những gì thực sự đang diễn ra bên trong thị trường cho vay tiêu dùng.

Đó là năm 2002. Không còn công ty cho vay dưới chuẩn đại chúng nào ở Mỹ. Tuy nhiên, có một gã khổng lồ cho vay tiêu dùng lâu đời mang tên Household Finance Corporation. Được thành lập vào những năm 1870, công ty này từ lâu đã là người đi đầu trong lĩnh vực này. Eisman đã nghĩ anh hiểu rất rõ về công ty này cho đến khi anh nhận ra rằng không phải vậy. Đầu năm 2002, anh có được hồ sơ các giao dịch mới của Household liên quan đến hoạt động cung cấp các khoản vay giá trị chủ sở hữu nhà. CEO của công ty, Bill Aldinger, đã lèo lái Household phát triển ngay cả khi các đối thủ cạnh tranh của ông đều phá sản. Người Mỹ, vốn đang phải chịu đựng cuộc khủng hoảng Internet, có vẻ không ở vào vị thế có thể gánh thêm các khoản nợ mới, thế nhưng Household lại vẫn đang cung cấp các khoản vay với tốc độ nhanh chưa từng có. Sự tăng trưởng này bắt nguồn phần lớn từ khoản thế chấp thứ hai. Hồ sơ cho vay có thời hạn 15 năm với lãi suất vay cố định, nhưng nó được ngụy trang một cách kì lạ thành khoản vay có thời hạn 30 năm. Nó lấy các khoản thanh toán mà chủ hộ trả cho Household trong vòng 15 năm để san một cách lý thuyết ra 30 năm và đặt câu hỏi: Nếu bạn được thanh toán trong vòng 30 năm cùng một lượng tiền mà thực tế bạn đang thanh toán trong 15 năm, thì "lãi suất thực" là bao nhiêu? Đó là một lời rao hàng không trung thực và kỳ lạ. Họ nói rằng người vay sẽ phải trả "lãi suất thực là 7%" nhưng trong thực tế, anh ta sẽ phải trả khoảng 12,5%. "Đó là trò gian lận trắng trợn," Eisman nói. "Họ đang lừa phỉnh chính khách hàng của mình."

Eisman không mất quá nhiều thời gian để tìm được các khiếu nại từ những người vay vốn đã phát hiện ra trò gian lận đó. Anh lùng sục các tờ báo nhỏ trên cả nước. Tại thị trấn Bellingham, Washington, anh tìm được một phóng viên tên là John Stark của tờ Bellingham News. Trước khi Eisman bất ngờ gọi điện cho anh ta, Stark đã viết một mẩu tin ngắn về 4 người dân địa phương, những người nghĩ rằng họ đã bị Household lừa và tìm được một luật sư nguyên đơn sẵn lòng kiện công ty và làm mất hiệu lực các hợp đồng thế chấp. "Lúc đầu tôi còn hoài nghi,"

Stark nói. “Tôi nghĩ, lại thêm một người nữa đã vay quá nhiều tiền và muốn thuê luật sư. Tôi không thông cảm với hoàn cảnh của họ lắm.” Khi mẩu tin được đăng, nó đã thu hút được dư luận: Hàng trăm người ở Bellingham và các khu vực xung quanh đó đã đọc báo và phát hiện ra rằng khoản thế chấp 7% của họ thực chất là 12,5%. “Mọi người thình lình xuất hiện,” Stark nói. “Họ rất tức giận. Rất nhiều người trong số họ đã không hề hay biết chuyện gì đã xảy ra với mình.”

Bất cứ điều gì Eisman định làm đều được đẩy đến đỉnh điểm. Anh chuyên tâm tập trung chống lại Household Finance Corporation. Anh thông báo cho cánh phóng viên báo chí, anh gọi cho những tay viết cho các tạp chí, anh trở nên thân thiện với Hiệp hội các Tổ chức Cộng đồng vì Cải cách Đương đại (ACORN – Association of Community Organizations for Reform Now), đây là lần đầu tiên có một người đàn ông xuất thân từ một quỹ phòng hộ ở Phố Wall thể hiện sự quan tâm tới một tổ chức bảo vệ quyền lợi của người nghèo. Anh liên tục ghé qua văn phòng trưởng lý của bang Washington. Anh cảm thấy ngờ vực khi biết rằng viên trưởng lý đã điều tra Household nhưng sau đó bị một thẩm phán bang ngăn chặn việc công bố kết quả điều tra. Eisman thu thập được một bản sao tài liệu và nội dung của nó đã xác nhận những nghi vấn tồi tệ nhất của anh. “Tôi nói với cái gã đang ngồi trong văn phòng chưởng lý rằng, ‘Tại sao ông không bắt giữ những người này?’ Ông ta nói, ‘Họ là một công ty quyền lực. Nếu họ sụp đổ, ai sẽ là người cung cấp các khoản vay dưới chuẩn tại bang Washington?’ Tôi nói, ‘Tin tôi đi, sẽ có đầy người sẵn sàng làm việc đó.’”

Thực sự, đây là một vấn đề liên bang. Household đang rao bán các khoản thế chấp lừa đảo trên toàn nước Mỹ. Nhưng chính phủ liên bang vẫn không có động thái gì. Thay vào đó, cuối năm 2002, Household đã giải quyết ổn thỏa một vụ kiện bên ngoài tòa án và đồng ý trả 484 triệu đô-la tiền phạt cho 12 bang. Một năm sau đó, nó bán công ty kèm theo danh mục các khoản vay dưới chuẩn khổng lồ với giá 15,5 tỉ đô-la cho một tập đoàn tài chính của Anh mang tên HSBC Group.

Eisman đã thực sự bị sốc. “Tôi không bao giờ nghĩ điều này có thể xảy ra,” anh nói. “Đây không chỉ đơn thuần là lại một công ty nữa – mà là một công ty cho vay dưới chuẩn lớn nhất từ trước đến giờ. Và nó đã tham gia vào trò gian lận trắng trợn. Đáng ra phải đuổi việc tên CEO và treo cổ hắn. Thế mà thay vào đó, chúng đã bán công ty còn tên CEO đút túi 100 triệu đô-la. Và tôi nghĩ, Ôi! Đây không phải là cái kết đáng ra phải có.” Sự bi quan của anh đối với hệ thống tài chính cao cấp đang dần bị nhuốm màu bởi các ý tưởng chính trị. “Đó là khi tôi bắt đầu thấy được những tác động xã hội,” anh nói. “Nếu bạn định khai sinh ra một chế độ cai trị từ con số 0, hãy thiết kế nó sao cho nó có thể bảo vệ được những người dân có thu nhập từ tầm trung

đến thấp, bởi khả năng họ bị lừa dối là quá cao. Nhưng thay vào đó, chúng ta lại đang có một chế độ mà ở đó, nhân dân là những người ít được bảo vệ nhất."

Một câu chuyện cổ tích đang được dựng lại trước mắt anh trong thị trường tài chính. "Tôi bắt đầu tìm hiểu kỹ hơn xem hoạt động cho vay thế chấp dưới chuẩn thực sự là gì," anh nói. "Ở vài phương diện nào đó, một khoản cho vay mua xe dưới chuẩn có tính trung thực bởi lãi suất của nó cố định. Họ có thể tính phí bạn cao ngất ngưởng, nhưng ít nhất bạn biết điều đó. Còn các khoản vay thế chấp dưới chuẩn là trò lừa đảo. Về cơ bản, bạn kéo ai đó vào trò lừa đảo này bằng cách nói với họ rằng, 'Anh/chị sẽ thanh toán được hết mọi khoản vay khác của mình – nợ thẻ tín dụng, vay mua xe – bằng việc vay một khoản này. Hãy nhìn mức lãi suất thấp này xem!' Nhưng lãi suất thấp đó không phải là lãi suất thực tế."

Bị ám ảnh bởi Household, anh đã tham gia một bữa ăn trưa do một công ty lớn ở Phố Wall tổ chức. Diễn giả chính là Herb Sandler, CEO của một quỹ tiết kiệm và cho vay khổng lồ mang tên Golden West Financial Corporation. "Một ai đó đã hỏi anh ta rằng liệu anh ta có tin vào mô hình séc miễn phí," Eisman nhớ lại. "Và anh ta nói, 'Tắt máy ghi âm của các anh/chị đi.' Mọi người tắt hết máy ghi âm của mình. Và anh ta giải thích rằng họ tránh sử dụng séc miễn phí bởi đó thực sự là loại thuế đánh vào người nghèo – dưới dạng tiền phạt do rút quá số tiền trong tài khoản séc của họ. Và rằng các ngân hàng sử dụng nó thực sự chỉ đang hoạt động ngân hàng dựa trên khả năng 'ăn cướp' của người nghèo nhiều hơn mức họ có thể nếu tính phí séc."

Eisman hỏi, "Có nhà làm luật nào quan tâm đến điều này không?"

"Không," Sandler đáp.

"Đó là khi tôi khẳng định rằng hệ thống này thực sự, 'Làm trò bẩn thỉu với người nghèo.'"

Khi CEO của Household, Bill Aldinger, kiếm được 100 triệu đô-la, thì Eisman đang trên hành trình trở thành người theo chủ nghĩa xã hội đầu tiên của thị trường tài chính. "Khi bạn là một thành viên Đảng Cộng hòa bảo thủ, bạn không bao giờ nghĩ người ta đang kiếm tiền bằng cách bóc lột người khác," anh nói. Tư tưởng của anh hiện hoàn toàn cởi mở với khả năng này. "Hiện tại, tôi nhận ra rằng có hẳn một ngành công nghiệp, mang tên tài chính tiêu dùng, mà về cơ bản là tồn tại bằng cách bóc lột người khác."

Bị người quản lý quỹ phòng hộ từ chối cơ hội quản lý tài chính, anh bỏ việc và tìm cách mở quỹ phòng hộ riêng. Một hãng có tên là FrontPoint Partners – hãng này sẽ nhanh chóng thuộc quyền sở hữu hoàn toàn của Morgan Stanley – là ông chủ của một bộ sưu tập các quỹ phòng hộ. Vào đầu năm 2004, Morgan Stanley đồng ý để Eisman thành lập một quỹ chỉ tập trung vào

các công ty tài chính: các ngân hàng Phố Wall, các nhà thầu xây dựng, các nhà khởi tạo thế chấp, các công ty có bộ phận dịch vụ tài chính lớn – ví dụ như General Electric (GE) – và bất cứ ai liên quan đến tài chính Mỹ. Họ cung cấp cho anh văn phòng, đồ nội thất và nhân viên hỗ trợ. Thứ duy nhất anh không nhận được là tiền. Họ kỳ vọng anh sẽ tự huy động được nó. Anh đã đi khắp thế giới, và gặp gỡ hàng trăm nhà đầu tư lớn. "Về cơ bản, chúng tôi đã rất cố gắng gọi vốn, nhưng không thực sự thành công," anh nói. "Tất cả mọi người đều nói, 'Thật vinh dự được gặp anh. Hãy xem anh làm thế nào nào.'"

Vào mùa xuân năm 2004, anh thực sự lo lắng. Anh đã không gọi được vốn. Anh không hề tin rằng thế giới này công bằng, mọi thứ rồi sẽ tốt đẹp, hay sẽ có một sự bảo vệ đặc biệt nào đó che chở anh khỏi các tai nạn của cuộc đời. Anh thức dậy vào 4 giờ sáng, người đầm đìa mồ hôi. Anh vẫn đang trong giai đoạn điều trị. Tuy nhiên, anh vẫn là Eisman và vì vậy đó không phải là phương pháp điều trị thông thường. Nó được gọi là "nhóm làm việc." Những người chuyên nghiệp sẽ gặp gỡ một bác sỹ tâm lý được đào tạo để chia sẻ về các vấn đề của họ trong một môi trường an toàn. Eisman sẽ đột ngột xuất hiện vào cuối các cuộc gặp mặt này, nói liên tục về bất cứ điều gì khiến anh phiền não, và sau đó lao vọt ra ngoài trước khi những người khác có cơ hội chia sẻ với anh về những vấn đề của họ. Sau một vài lần như vậy, vị bác sỹ điều trị đã nói điều gì đó với anh, nhưng có vẻ như anh đã không hề nghe cô nói. Vì vậy, cô phải gọi điện cho vợ Eisman, người mà cô biết, để đề nghị cô ấy nói chuyện với chồng mình. Điều này cũng không có tác dụng. "Tôi luôn biết khi nào anh ấy đến gặp nhóm," Valerie nói, "bởi cô ấy sẽ gọi điện thoại và nói, 'Anh ấy lại thế rồi!'"

Valerie rõ ràng đã rất mệt mỏi với vòng luẩn quẩn này. Cô nói với Eisman rằng nếu vụ Phố Wall này không thành công, họ sẽ rời New York đến Rhode Island và mở một nhà trọ nhỏ. Valerie đã tìm hiểu các địa điểm và thường xuyên nói về việc cô muốn dành thêm thời gian cho 2 đứa con sinh đôi, hay thậm chí là nuôi gà. Thật khó để Eisman và cả những người biết anh có thể tưởng tượng ra cảnh anh sẽ 'về vườn' và nuôi gà, nhưng anh đã đồng ý. "Anh ấy không thích ý tưởng đó," vợ anh nói, "đến mức anh ấy bắt đầu làm việc chăm chỉ hơn." Eisman đi khắp châu Âu và nước Mỹ để tìm kiếm người sẵn sàng đầu tư với anh và đã tìm thấy một tổ chức duy nhất: một công ty bảo hiểm, đầu tư cho anh 50 triệu đô-la. Số tiền đó không đủ để tạo dựng được một quỹ đầu tư cổ phiếu bền vững, nhưng đó là một sự khởi đầu.

Thay vì tiền, Eisman đã thu hút những người cũng nhìn thế giới dưới con mắt bi quan giống anh. Vinny đã xuất hiện ngay lập tức. Porter Collins, người từng làm việc với Eisman tại Chilton Investment và lúc nào cũng thắc mắc tại sao một gã đầy ắp những ý tưởng tuyệt vời như thế này lại không được trao thêm quyền, cũng đến gia nhập. Danny Moses, nhân viên giao dịch

đứng đầu của Eisman, là người thứ ba tham gia. Danny từng làm nhân viên kinh doanh tại Oppenheimer and Co. và vẫn nhớ những gì Eisman đã làm và nói mà các nhà phân tích bên bán hiếm khi thực hiện được. Ví dụ, vào giữa ngày giao dịch, Eisman sẽ bước đến bục phát biểu ở giữa sàn giao dịch của Oppenheimer, kêu gọi sự chú ý của mọi người, thông báo rằng "8 cố phiểu sau sẽ về mức 0," và sau đó liệt kê ra 8 công ty mà thực sự đã phá sản. Lớn lên ở Georgia, là con trai của một giáo sư về tài chính, Danny không có khiếu thiên bẩm hơn Vinny hay Steve, nhưng anh cũng cho rằng những điều tồi tệ có thể và chắc chắn sẽ xảy ra, đặc biệt là ở Phố Wall. Khi một công ty Phố Wall giúp anh tham gia một giao dịch gần như hoàn hảo về mọi mặt, anh đã hỏi nhân viên kinh doanh rằng, "Tôi đánh giá rất cao việc này, nhưng tôi chỉ muốn biết một điều: Các anh định chơi tôi như thế nào?"

Ha ha, thôi nào, chúng tôi sẽ không bao giờ làm điều đó, người nhân viên kinh doanh bắt đầu nói, nhưng Danny vẫn kiên quyết dù rất lịch sự.

Chúng ta đều biết rằng những điều tốt đẹp trọn vẹn giống như giao dịch này không chỉ diễn ra giữa các quỹ phòng hộ nhỏ và những công ty lớn Phố Wall. Tôi sẽ làm, nhưng chỉ sau khi anh giải thích hết với tôi anh định chơi tôi như thế nào. Và nhân viên kinh doanh buộc phải giải thích ý định của mình với Danny. Và Danny đã thực hiện giao dịch.

Tất cả mấy người họ đều vô cùng thích thú với ý tưởng được quản lý tiền cùng Steve Eisman. Làm việc cho Eisman, bạn không bao giờ cảm thấy mình đang làm việc cho Eisman. Anh ấy sẽ hướng dẫn bạn nhưng sẽ không giám sát bạn. Eisman cũng luôn nói thẳng ra những sự ngu xuẩn mà họ thấy khắp nơi xung quanh mình. "Steve luôn hài hước khi tham dự bất cứ cuộc họp nào của Phố Wall," Vinny nói. "Anh ấy sẽ nói 'giải thích điều đó cho tôi' 30 lần khác nhau. Hoặc 'anh có thể giải thích điều đó thêm không, bằng tiếng Anh?' Mỗi lần bạn làm điều đó, bạn sẽ học được vài điều. Lúc mới đầu, bạn sẽ băn khoăn không biết họ có hiểu những gì họ đang nói hay không. Và thường là họ không hề hiểu!"

Vào đầu năm 2005, nhóm nhỏ của Eisman đều cho rằng rất nhiều người làm việc ở Phố Wall không hiểu họ đang làm gì. Cỗ máy thế chấp dưới chuẩn được nâng lên và vận hành lại, như thể nó chưa bao giờ bị hỏng hóc từ đầu. Nếu kiểu cho vay dưới chuẩn ban đầu thực sự kỳ quái, thì hồi sau nó lại rất đáng sợ. Vào giữa những năm 1990, với 30 tỉ đô-la, đó là một năm lớn đối với hoạt động cho vay dưới chuẩn. Vào năm 2000, có 130 tỉ đô-la cho vay thế chấp dưới chuẩn, và 55 tỉ đô-la giá trị của những khoản vay này được đóng gói lại thành trái phiếu thế chấp. Vào năm 2005, có 625 tỉ đô-la vay thế chấp dưới chuẩn, 507 tỉ đô-la trong số này dưới dạng trái phiếu thế chấp. 500 tỉ đô-la dưới dạng trái phiếu đảm bảo bằng thế chấp dưới chuẩn trong một

năm duy nhất. Cho vay dưới chuẩn đang bùng nổ ngay cả khi lãi suất đang tăng – điều này cực kỳ vô lý. Điều còn sốc hơn nữa là các điều khoản của khoản vay đang thay đổi theo chiều hướng làm tăng khả năng khoản vay sẽ xấu đi. Quay lại năm 1996, 65% các khoản vay dưới chuẩn có lãi suất cố định, có nghĩa là những người đi vay dưới chuẩn điển hình có thể đang bị vắt kiệt, nhưng ít nhất họ biết chắc mỗi tháng họ nợ bao nhiêu tiền cho đến khi họ trả hết khoản vay. Đến năm 2005, 75% các khoản vay dưới chuẩn ở dạng lãi suất thả nổi và thường chỉ cố định trong 2 năm đầu.

Đội ngũ những nhà tài chính dưới chuẩn ban đầu đã bị nhấn chìm bởi một phần nhỏ các khoản vay mà họ thực hiện vẫn được lưu trong sổ sách. Thị trường đáng ra đã phải học được một bài học đơn giản: Đừng cho những người không thể trả nợ vay tiền. Nhưng thay vào đó, nó lại học được một bài học phức tạp: Bạn có thể tiếp tục cho vay, nhưng đừng giữ chúng trên sổ sách của bạn. Hãy cho vay, sau đó bán hết chúng cho bộ phận thu nhập cố định của các ngân hàng đầu tư lớn ở Phố Wall. Các ngân hàng này sẽ lần lượt đóng gói chúng thành trái phiếu và bán chúng cho các nhà đầu tư. Long Beach Savings là ngân hàng đầu tiên áp dụng những gì được gọi là mô hình "khởi tạo và bán". Điều này minh chứng cho một sự thật phũ phàng – Phố Wall sẽ mua các khoản vay của bạn, ngay cả khi bạn còn không muốn mua chúng! – đến mức mà một công ty mới, mang tên Công ty Thế chấp B&C, đã được thành lập với mục đích duy nhất là khởi tạo và bán. Lehman Brothers nghĩ rằng việc mua Thế chấp B&C là một ý tưởng tuyệt vời. Vào đầu năm 2005, mọi ngân hàng đầu tư lớn ở Phố Wall đều đắm chìm vào trò chơi dưới chuẩn. Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs và Morgan Stanley đều có "những kệ" bày các loại hàng hóa dưới chuẩn của mình với những cái tên kì lạ như HEAT, SAIL và GSAMP, khiến khán giả bình dân gặp khó khăn trong việc nhận ra những trái phiếu dưới chuẩn này được bảo lãnh phát hành bởi những cái tên lớn nhất tại Phố Wall.

Eisman và nhóm của mình hiểu tường tận về cả thị trường nhà đất Mỹ lẫn Phố Wall. Họ biết hầu hết các nhà cho vay dưới chuẩn – những gã thực sự đang tạo ra các khoản vay. Nhiều người trong số đó cũng chính là các nhân vật đã tạo ra sự sụp đổ vào cuối những năm 1990. Eisman luôn nghĩ đến những mặt xấu nhất trong bất cứ điều gì mà Goldman Sachs có thể làm với những khoản nợ của tầng lớp hạ lưu Mỹ. "Anh phải hiểu," anh nói. "Tôi làm về dưới chuẩn đầu tiên. Tôi sống với những mặt xấu nhất đầu tiên. Những gã này là lũ người lừa đảo. Từ kinh nghiệm của bản thân, tôi biết được rằng Phố Wall sẽ không thèm đếm xỉa gì đến những gì nó bán ra." Điều anh không thể hiểu là ai đang mua trái phiếu từ đợt sóng cho vay thế chấp dưới chuẩn thứ hai này. "Ngay từ ngày đầu tiên, chúng tôi đã nói, 'Sắp đến lúc chúng ta phát tài nhờ bán khống thứ này rồi. Nó sẽ bùng nổ. Chúng ta chỉ không biết làm cách nào hay khi nào mà

thôi.'"

Khi dùng từ "thứ này," Eisman muốn nói đến cổ phiếu của các công ty tham gia vào hoạt động cho vay dưới chuẩn. Giá cổ phiếu có thể gây ra mọi điều điên rồ: Anh không muốn bán khống chúng cho đến khi các khoản nợ này bắt đầu xấu đi. Vì vậy, Vinny đã theo dõi sát sao các hành vi của những người dân Mỹ vay thế chấp dưới chuẩn. Cứ vào ngày 25 hàng tháng, các báo cáo chuyển tiền xuất hiện trên màn hình máy tính của anh, và anh sẽ "soi" xem có bất cứ dấu hiệu trả nợ không đúng hạn nào không. "Theo những gì chúng tôi đang theo dõi," Vinny nói, "thì chất lượng tín dụng vẫn tốt. Ít nhất cho đến nửa cuối năm 2005."

Trong 18 tháng đầu tiên điều hành công ty riêng, Eisman đã nhận ra rằng mình đang bỏ lỡ một điều rất rõ ràng. Đó là trong khi anh đang cố gắng cân nhắc xem nên chọn cổ phiếu nào thì số phận của các cổ phiếu đó ngày càng phụ thuộc vào trái phiếu. Khi thị trường thế chấp dưới chuẩn phát triển, mọi công ty tài chính, bằng cách này hay cách khác, đều sẽ chịu tác động bởi điều này. Anh nói, "Thị trường cổ phiếu chẳng là gì so với thị trường trái phiếu." Gần như mọi ngân hàng đầu tư lớn ở Phố Wall đều được điều hành hiệu quả bởi bộ phận trái phiếu của nó. Trong hầu hết các trường hợp – Dick Fuld ở Lehman Brothers, John Mack ở Morgan Stanley, Jimmy Cayne ở Bear Stearns – CEO đều nguyên là những gã chơi trái phiếu. Kể từ những năm 1980, khi công ty trái phiếu hàng đầu Salomon Brothers kiếm được nhiều tiền đến mức như thể nó đang hoạt động trong một ngành công nghiệp khác, thì thị trường trái phiếu đã trở thành chiếc ao béo bở. "Đó là quy tắc vàng," Eisman nói. "Những người có tiền là những người đề ra các quy tắc."

Hầu hết mọi người đều không hiểu những thứ tạo nên vụ bùng nổ trong thị trường trái phiếu suốt hai thập kỷ đã lấn át mọi thứ khác bằng cách nào. Lúc đó, Eisman chắc chắn cũng không hiểu. Nhưng giờ, anh đã hiểu. Anh cần phải học mọi thứ có thể về thế giới thu nhập cố định. Anh đặt ra những kế hoạch về thị trường trái phiếu. Nhưng anh không biết rằng thị trường trái phiếu cũng có những kế hoạch dành cho anh. Nó đã chuẩn bị tạo ra một cái hố hình Eisman.

2. Vùng đất của người mù

Viết một tấm séc phân biệt một cam kết với một cuộc trò chuyện.

– Warren Buffett

Vào đầu năm 2004, một nhà đầu tư cổ phiếu khác, Michael Burry, đã lần đầu tiên lao vào thị trường trái phiếu. Anh học mọi thứ có thể về cách thức vay và cho vay ở Mỹ. Anh không nói với bất cứ ai về nỗi ám ảnh mới của mình; anh chỉ ngồi một mình trong văn phòng, ở San Jose, California, đọc sách báo cũng như các hồ sơ tài chính. Đặc biệt, anh muốn biết trái phiếu thế chấp dưới chuẩn hoạt động như thế nào. Các khoản vay cá nhân nhiều đến mức xếp chồng thành tháp. Các tầng trên cùng được nhận lại tiền đầu tiên và vì thế cũng nhận được xếp hạng cao nhất từ Moody's và S&P cùng mức lãi suất thấp nhất. Các tầng thấp nhận lại tiền cuối cùng, gánh chịu những khoản lỗ đầu tiên, và bị Moody's và S&P xếp hạng thấp nhất. Do phải chịu nhiều rủi ro hơn nên các nhà đầu tư ở các tầng đáy nhận được lãi suất cao hơn so với những nhà đầu tư ở các tầng trên. Các nhà đầu tư mua trái phiếu thế chấp phải quyết định nên đầu tư vào tầng tháp nào, nhưng Michael Burry không nghĩ về việc mua trái phiếu thế chấp. Anh đang tự hỏi làm thế nào để có thể bán khống được trái phiếu thế chấp dưới chuẩn.

Mỗi trái phiếu thế chấp đều đi kèm với một bản cáo bạch 130 trang tẻ nhạt. Burry đã dành khoảng thời gian cuối năm 2004 và đầu năm 2005 để xem qua hàng trăm và đọc kỹ vài chục trang trong đó. Chắc chắn ngoài các luật sư soạn ra chúng thì anh là người duy nhất làm điều này. Anh đã giải thích trong một bức thư điện tử như sau:

Lấy ví dụ về trường hợp của NovaStar, một nhà cho vay thế chấp dưới chuẩn kiểu khởi tạo và bán, một nguyên mẫu vào thời điểm đó. Những cái tên (trái phiếu) sẽ là NHEL 2004-1, NHEL 2004-2, NHEL 2004-3, NHEL 2005-1, v.v... Ví dụ, NHEL 2004-1 gồm các khoản vay từ các tháng đầu năm 2004 và vài tháng cuối năm 2003, 2004-2 sẽ là những khoản vay giữa năm, còn 2004-3 là những khoản vay ở các tháng cuối năm 2004. Bạn có thể lấy những bản cáo bạch này ra, và nhanh chóng kiểm tra được nhịp độ của những gì đang diễn ra ở khu vực thế chấp dưới chuẩn trong ngành công nghiệp khởi tạo và bán. Vào đầu năm 2004, các ARM chỉ trả lãi 2/28 chỉ chiếm 5,85% rổ, nhưng đến cuối năm 2004, chúng chiếm đến 17,48% rổ, và cuối mùa hè năm 2005 là 25,34%. Thế nhưng, điểm [tín dụng tiêu dùng] FICO trung bình cho rổ đó, tỷ lệ phần trăm của khoản vay không giấy tờ trên giá trị tài sản thế chấp và một số chỉ số khác lại gần như không đổi… Vấn đề là mặc dù chúng có thể không thay đổi, nhưng rổ thế chấp tổng thể mà

đang được ban hành, đóng gói và bán ra ngày càng trở nên tồi tệ về chất lượng, bởi với cùng số điểm FICO trung bình hoặc cùng một tỷ lệ vay trên giá trị tài sản thế chấp, bạn ngày càng nhận được tỉ lệ phần trăm các thế chấp chỉ trả lãi cao hơn.

Vào đầu năm 2004, nếu nhìn vào các con số, bạn có thể thấy rõ sự suy giảm ở các tiêu chuẩn cho vay. Theo Burry, các tiêu chuẩn không chỉ giảm mà còn chạm đáy. Đáy này thậm chí có cả tên: thế chấp dưới chuẩn lãi suất thả nổi trả dần âm chỉ trả lãi. Bạn, người mua nhà, thực sự có thể không cần trả một xu nào, và dồn lãi vay bạn nợ ngân hàng vào số dư vốn gốc. Không khó để nhận ra kiểu người thích những khoản vay như vậy: người không có thu nhập. Nhưng Burry không thể hiểu tại sao người cho vay lại muốn mở rộng những khoản cho vay như vậy. "Bạn cần phải nhìn người cho vay, chứ không phải người đi vay," anh nói. "Những người đi vay luôn sẵn sàng vay một khoản lớn. Chính những người cho vay mới là người đưa ra các giới hạn, và khi họ bỏ qua nó, hãy coi chừng." Đến năm 2003, anh biết rằng những người đi vay đã bỏ qua nó. Đến đầu năm 2005, anh thấy rằng những người cho vay cũng đã làm điều tương tự.

Nhiều nhà quản lý quỹ phòng hộ đã dành thời gian tán gẫu với các nhà đầu tư và coi những lá thư hàng quý của họ như một nghi thức. Burry không thích nói chuyện trực tiếp với mọi người và nghĩ những lá thư này là điều quan trọng duy nhất anh làm để cho các nhà đầu tư biết được dự định của anh. Trong các lá thư hàng quý, anh đặt ra một cụm từ mới để miêu tả những gì anh nghĩ sắp xảy ra: "mở rộng tín dụng bằng công cụ." Nó có nghĩa là rất nhiều người thực ra không đủ khả năng để trả các khoản thế chấp của họ theo lối cũ, vì thế những người cho vay đang tưởng tượng ra những công cụ mới mà có thể hợp lý hóa việc tiếp tục cho những người này vay tiền. "Đó là dấu hiệu rõ ràng cho thấy người cho vay đã bỏ qua giới hạn, liên tục làm giảm các tiêu chuẩn của chính họ nhằm gia tăng lượng cho vay," Burry nói. Anh có thể hiểu tại sao họ làm điều này: Họ không giữ các khoản vay mà bán chúng cho Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo và những công ty khác. Những công ty này sẽ đóng gói chúng thành trái phiếu và bán . Anh cho rằng, người mua cuối cùng các khoản thế chấp dưới chuẩn chỉ là những "đồng tiền ngu ngốc". Anh sẽ tìm hiểu về họ, nhưng là sau này.

Hiện anh gặp phải một vấn đề về đầu tư chiến thuật. Các tầng hay các tranche khác nhau của những trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đều có một điểm chung: Trái phiếu không thể bán khống. Để bán khống một cổ phiếu hoặc trái phiếu, bạn cần phải vay nó, nhưng những tranche này rất nhỏ và khó tìm. Bạn có thể mua hoặc không mua chúng, nhưng bạn không thể đặt cược chống lại chúng một cách rõ ràng; thị trường thế chấp dưới chuẩn đơn giản là không có chỗ cho những người có cái nhìn mập mờ về chúng. Bạn có thể biết chắc rằng thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn sẽ sụp đổ, nhưng bạn sẽ chẳng thể tận dụng được gì từ việc đó. Bạn không

thể bán khống những căn nhà. Bạn chỉ có thể bán khống cổ phiếu của những công ty xây dựng nhà ở – Pulte Homes, hoặc Toll Brothers – nhưng có giá rất đắt, mang tính gián tiếp và rủi ro cao. Giá cổ phiếu có thể tăng trong khoảng thời gian lâu hơn nhiều khoảng thời gian mà Burry có thể duy trì khả năng thanh toán.

Một vài năm trước đó, anh đã phát hiện ra hợp đồng hoán đổi nợ xấu. Một hợp đồng hoán đổi nợ xấu khó hiểu chủ yếu bởi thật ra không hề có sự hoán đổi nào hết. Đó là một chính sách bảo hiểm, chủ yếu liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp, trong đó các khoản phí bảo hiểm được thanh toán nửa năm một lần và thời hạn cố định. Ví dụ, bạn có thể trả 200.000 đô-la/năm để mua một hợp đồng hoán đổi nợ xấu có thời hạn 10 năm cho 100 triệu đô-la trái phiếu General Electric. Khoản tiền tối đa bạn có thể mất là 2 triệu đô-la: 200.000 đô-la/năm trong 10 năm. Khoản tiền tối đa bạn có thể nhận được là 100 triệu đô-la, nếu General Electric vỡ nợ vào bất cứ thời điểm nào trong 10 năm đó và những người giữ trái phiếu của công ty không nhận lại được gì. Đây là một vụ đánh cược có tổng bằng 0: Nếu bạn kiếm được 100 triệu đô-la, người đã bán cho bạn hợp đồng hoán đổi nợ xấu sẽ mất 100 triệu đô-la. Đây cũng là một cuộc đánh cược bất đối xứng, giống như việc bạn đặt tiền vào một con số nào đó trong trò Rulet. Khoản tiền tối đa bạn có thể mất là những chip bạn đặt trên bàn, nhưng nếu bạn thắng cược, bạn sẽ nhận được gấp 30, 40, thậm chí 50 lần số tiền đã cược. “Hợp đồng hoán đổi nợ xấu giúp tôi khắc phục vấn đề rủi ro vô hạn,” Burry nói. “Nếu tôi mua một hợp đồng hoán đổi nợ xấu, phần lỗ của tôi đã được xác định và chắc chắn, trong khi phần lời lại lớn gấp bội.”

Anh bước chân vào thị trường các hợp đồng hoán đổi nợ xấu doanh nghiệp. Vào năm 2004, anh bắt đầu mua bảo hiểm cho các công ty mà theo anh có thể sẽ bị ảnh hưởng lớn từ cuộc suy thoái bất động sản: những công ty cho vay thế chấp, những công ty bảo hiểm thế chấp, v.v... Việc này cũng không vừa ý hoàn toàn. Một cuộc khủng hoảng thị trường bất động sản có thể khiến các công ty này mất nhiều tiền của; nhưng không có gì đảm bảo rằng họ sẽ thực sự bị phá sản. Anh muốn có một công cụ trực tiếp hơn để đánh cược chống lại hoạt động cho vay thế chấp dưới chuẩn. Vào ngày 19 tháng 3 năm 2005, khi ngồi một mình trong văn phòng, đọc một cuốn giáo trình sâu sắc về phái sinh tín dụng, Michael Burry nảy ra một ý tưởng: các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn.

Ý tưởng này xuất hiện khi anh đọc một cuốn sách về sự phát triển của thị trường trái phiếu Mỹ và sự hình thành của các hợp đồng hoán đổi nợ xấu doanh nghiệp đầu tiên ở J.P. Morgan vào giữa những năm 1990. Anh đọc đến đoạn giải thích tại sao các ngân hàng cảm thấy họ thật sự cần các hợp đồng hoán đổi nợ xấu. Điều này không rõ ràng ngay lập tức – suy cho cùng, cách tốt nhất để tránh rủi ro của việc General Electric vỡ nợ là ngay từ đầu không cho General

Electric vay tiền. Ban đầu, các hợp đồng hoán đổi nợ xấu là một công cụ để phòng ngừa rủi ro: Một số ngân hàng đã cho General Electric vay nhiều hơn mức họ muốn theo yêu cầu của GE, và họ sợ khiến khách hàng lâu dài này phật lòng; một ngân hàng khác đã thay đổi suy nghĩ về sự khôn ngoan khi cho GE vay vốn. Tuy nhiên, những sản phẩm phái sinh tín dụng mới này đã nhanh chóng trở thành các công cụ đầu cơ: Rất nhiều người muốn đặt cược vào khả năng vỡ nợ của GE. Điều này đã khiến Burry bừng tỉnh: Phố Wall chắc chắn sẽ làm điều tương tự với các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Dựa trên những gì đang xảy ra trong thị trường bất động sản – và những gì các nhà cho vay thế chấp dưới chuẩn đang làm – rất nhiều người thông minh cuối cùng sẽ muốn đặt cược vào trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Và cách duy nhất để làm điều đó là mua hợp đồng hoán đổi nợ xấu.

Hợp đồng hoán đổi nợ xấu sẽ giải quyết vấn đề lớn nhất duy nhất bằng ý tưởng tuyệt vời của Mike Burry: thời điểm. Anh cảm thấy các khoản vay thế chấp dưới chuẩn được thực hiện vào đầu năm 2005 gần như chắc chắn sẽ trở thành nợ xấu. Nhưng do lãi suất của chúng được đặt cố định ở mức thấp trong 2 năm đầu nên phải sau 2 năm thì điều đó xảy ra. Các thế chấp dưới chuẩn gần như luôn phải chịu lãi suất thả nổi, nhưng hầu hết chúng lại xuất hiện dưới dạng lãi suất “trêu tức” với hai năm đầu ở mức cố định. Một thế chấp được tạo ra vào đầu năm 2005 có thể có lãi suất “cố định” hai năm đầu là 6%, nhưng đến năm 2007, lãi suất này có thể nhảy lên 11% và kích thích làn sóng vỡ nợ. Âm thanh tích tắc mờ nhạt của các khoản vay này lớn dần theo thời gian, cho đến khi nhiều người sẽ nghi ngờ, như anh đã nghi ngờ, rằng chúng là những quả bom. Một khi điều này xảy ra, sẽ không còn ai sẵn sàng bán bảo hiểm cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn nữa. Anh cần phải đặt chip của mình lên mặt bàn ngay bây giờ rồi chờ sòng bạc tỉnh lại và thay đổi tỉ lệ cược của trò chơi. Một hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho trái phiếu thế chấp dưới chuẩn 30 năm, xét về lý thuyết, chính là một vụ đặt cược được thiết kế để kéo dài trong 30 năm. Anh đã chỉ ra rằng thực tế chỉ cần 3 năm để trả hết nó.

Vấn đề duy nhất đó là không có cái gì được gọi là hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, không phải cái mà anh có thể thấy. Anh cần phải thúc ép các công ty lớn ở Phố Wall tạo ra chúng. Nhưng là các công ty nào? Nếu anh đúng và thị trường nhà đất sụp đổ, thì những công ty ở tâm của thị trường chắc chắn sẽ mất rất nhiều tiền. Việc mua bảo hiểm từ một ngân hàng sẽ thoát khỏi ngành đúng lúc bảo hiểm có giá trị cũng chả có ý nghĩa gì. Anh thậm chí không buồn kêu gọi Bear Stearns và Lehman Brothers bởi họ dính líu nhiều đến thị trường trái phiếu thế chấp hơn bất cứ công ty nào khác. Theo anh, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Bank of American, UBS, Merrill Lynch và Citigroup có khả năng sống sót qua cuộc sụp đổ này nhiều nhất. Anh gọi cho tất cả họ. 5 trong số các công ty này không

biết anh đang nói về điều gì; 2 trong số đó quay trở lại và nói, điều đó có thể diễn ra vào một ngày nào đó khi thị trường không tồn tại. Trong 3 năm, các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho trái phiếu thế chấp dưới chuẩn sẽ trở thành thị trường hàng nghìn tỉ đô-la và sẽ tạo ra những khoản lỗ trị giá hàng trăm tỉ đô-la bên trong các công ty lớn ở Phố Wall. Tuy nhiên, khi Michael Burry làm phiền các công ty này vào đầu năm 2005, chỉ có Deutsche Bank và Goldman Sachs thực sự quan tâm đến cuộc nói chuyện. Còn không ai ở Phố Wall, theo như anh biết, nhìn thấy những gì anh đang thấy.

Từ khi còn học tiểu học, khi cha anh chỉ cho anh thấy các bảng chứng khoán ở mặt sau của tờ báo và nói với anh rằng thị trường cổ phiếu là nơi dối trá và không bao giờ đáng tin, chứ đừng nói đến việc đầu tư vào đó, thì chủ đề này đã cuốn hút anh. Ngay từ lúc đó, anh đã muốn áp đặt logic vào thế giới của những con số này. Anh bắt đầu coi việc đọc về thị trường cổ phiếu là một sở thích. Anh không mất nhiều thời gian để nhận ra rằng không hề có logic nào tồn tại trong các bảng, đồ thị, các đợt sóng hay trong các cuộc trò chuyện bất tận của những tay tự cho mình là chuyên gia về thị trường. Sau đó bong bóng dot-com xảy ra và đột nhiên toàn bộ thị trường cổ phiếu trở nên vô lý đến tột độ. "Vào cuối những năm 1990, tôi gần như đã buộc phải tự cho mình là một nhà đầu tư giá trị, bởi tôi nghĩ những thứ mọi người đang làm thật điên rồ," anh nói. Nhờ có Benjamin Graham, "đầu tư giá trị" được chính thức công nhận là một cách tiếp cận thị trường tài chính trong suốt thời kỳ Đại Suy Thoái. Nó đòi hỏi một cuộc tìm kiếm không mệt mỏi các công ty đã lỗi thời hoặc bị hiểu nhầm rằng chúng có thể được mua với giá thấp hơn giá trị thanh lý của chúng. Ở dạng thức đơn giản nhất, đầu tư giá trị là một công thức, nhưng nó đã biến thành những thứ khác – một trong số đó là bất cứ điều gì mà Warren Buffett, học trò của Benjamin Graham, nhà đầu tư giá trị nổi tiếng nhất, đã tình cờ làm với đồng tiền của mình.

Burry không nghĩ rằng đầu tư có thể được rút gọn thành một công thức hay được học hỏi từ bất cứ mô hình hình mẫu nào. Anh càng tìm hiểu về Buffett, anh càng không thể nghĩ rằng có thể sao chép được Buffett; quả thật vậy, Buffett dạy bạn rằng: Để thành công một cách ngoạn mục, bạn phải bất thường một cách ngoạn mục. "Nếu bạn định trở thành một nhà đầu tư vĩ đại, bạn phải tạo ra một phong cách hợp với bản thân mình," Burry nói. "Có lúc, tôi nhận thấy rằng Warren Buffett, dù có được mọi lợi thế trong việc học hỏi Ben Graham, nhưng ông không hề sao chép Ben Graham, mà thay vào đó đặt ra con đường cho riêng mình, quản lý đồng tiền theo cách của mình, bằng các quy tắc riêng… Tôi cũng ngay lập tức tiếp thu ý kiến cho rằng không trường học nào có thể dạy ai đó cách trở thành nhà đầu tư vĩ đại. Nếu có, chắc chắn đó sẽ là ngôi trường nổi tiếng nhất thế giới, với học phí cao đến mức không tưởng. Vì thế, chắc chắn là không có."

Đầu tư là việc bạn phải học cách tự thực hiện, theo một cách kỳ lạ của riêng bạn. Burry không có tiền để đầu tư, nhưng anh vẫn mang theo nỗi ám ảnh này trong suốt những năm tháng học trung học, cao đẳng rồi đại học y khoa. Anh vào làm ở Bệnh viện Stanford mà không tham gia bất cứ lớp học tài chính hay kế toán nào, chứ đừng nói đến việc làm việc cho bất kỳ một công ty Phố Wall nào. Anh có khoảng 40.000 đô-la tiền mặt, nợ các khoản vay sinh viên khoảng 145.000 đô-la. Anh là bác sỹ thực tập trong 4 năm qua. Tuy nhiên, anh đã tìm được thời điểm để trở thành một chuyên gia tài chính.

Vào một đêm muộn tháng 11 năm 1996, khi thay ca ở khoa Tim, bệnh viện St. Thomas, ở Nashville, Tennessee, anh đã đăng nhập vào một máy tính của bệnh viện để tiếp cận bảng thông báo mang tên techstocks.com. Anh đã tạo ra một chủ đề có tên là đầu tư giá trị ở đây. Sau khi đọc xong mọi thứ về đầu tư có trên này, anh quyết định tìm hiểu thêm về "đầu tư thực." Hội chứng cuồng cổ phiếu Internet đang thống lĩnh thị trường. Một trang web dành cho các nhà đầu tư ở thung lũng Silicon vào khoảng năm 1996 không phải là một ngôi nhà tự nhiên dành cho các nhà đầu tư giá trị nghiêm túc. Tuy nhiên, nhiều người vẫn tham gia và đưa ra mọi ý kiến về chủ đề. Một vài người phàn nàn về việc một bác sĩ thì biết gì về đầu tư, nhưng dần dần, anh đã làm chủ được cuộc thảo luận. Tiến sĩ Mike Burry – như anh luôn tự nhận – cảm nhận rằng những người khác tham gia chủ đề đang nghe theo lời khuyên của anh và kiếm tiền từ đó.

Khi nhận ra không còn gì để học hỏi từ mọi người trên diễn đàn, anh đã bỏ nó để tạo ra thứ sau này được gọi là blog nhưng ở thời điểm đó chỉ là một dạng giao tiếp kỳ lạ. Anh làm ca 16 tiếng tại bệnh viện, chỉ viết blog từ nửa đêm đến 3 giờ sáng. Trong blog, anh đăng các giao dịch thị trường cổ phiếu của mình cũng như các lập luận về việc thực hiện các giao dịch đó. Mọi người đã tìm thấy anh. Như một quản lý tài chính tại một quỹ giá trị lớn ở Philadelphia chia sẻ, "Điều đầu tiên tôi tự hỏi là, Anh ta làm điều này lúc nào? Anh chàng này là bác sỹ thực tập. Tôi chỉ thấy phần thời gian không liên quan đến y khoa của anh ấy, nó thật tuyệt vời. Anh ấy đang cho mọi người xem các giao dịch của mình. Và mọi người làm theo nó ở ngoài đời thực. Anh ấy đang đầu tư giá trị – ở trung tâm của bong bóng dot-com. Anh ấy đang mua các cổ phiếu giá trị, đó là những gì chúng tôi đang làm. Nhưng chúng tôi đang đánh mất tiền. Chúng tôi đang đánh mất khách hàng. Đột nhiên, anh ấy đi theo vết rách này. Anh ấy tăng 50%. Điều đó thật kỳ lạ. Anh ấy thật kỳ lạ. Và chúng tôi không phải là những người duy nhất dõi theo nó."

Mike Burry không thể biết chính xác ai đang theo dõi các động thái tài chính của mình, nhưng anh có thể nói họ đến từ lĩnh vực nào. Ban đầu, các độc giả của anh đến từ EarthLink và AOL. Chỉ là những cá nhân ngẫu nhiên. Tuy nhiên, ngay sau đó không còn như vậy nữa. Những người

ghé thăm trang của anh đến từ các quỹ tương hỗ như Fidelity và các ngân hàng đầu tư lớn ở Phố Wall như Morgan Stanley. Một ngày nọ, anh tấn công vào các quỹ chỉ số của Vanguard và gần như ngay lập tức nhận được yêu cầu chấm dứt từ các luật sư của Vanguard. Burry ngờ rằng các nhà đầu tư nghiêm túc có thể đang làm theo các bài đăng trên blog của anh, nhưng anh không thể biết họ là ai. "Thị trường đã tìm thấy anh ấy," người quản lý quỹ tương hỗ ở Philadelphia nói. "Anh ấy phát hiện ra những khuôn mẫu mà không ai nhìn thấy."

Khi Burry chuyển đến bệnh viện Stanford vào năm 1998 ở vị trí bác sĩ nội trú làm việc tại khoa thần kinh học, công việc anh làm từ nửa đêm đến 3 giờ sáng đã tạo nên một trung tâm nhỏ nhưng đầy ý nghĩa trong vùng đất đầu tư giá trị. Đến thời điểm này, cơn sốt cổ phiếu Internet đã hoàn toàn mất kiểm soát và lây lan sang cả cộng đồng y khoa Đại học Stanford. "Những bác sĩ nội trú nói riêng, và một vài người ở bộ phận khác, đã bị cuốn vào cơn sốt dot-com," Burry nói. "Một thiểu số những con người lịch sự trong số họ đang mua và thảo luận về mọi thứ. Tôi chỉ im lặng, bởi tôi không muốn bất cứ ai biết tôi đang làm gì ngoài giờ. Tôi nghĩ mình có thể gặp rắc rối lớn nếu các bác sĩ ở đó biết tôi không toàn tâm toàn ý với y khoa."

Những người lo lắng về việc phải gắn bó với ngành y có thể không toàn tâm toàn ý với nó. Càng đi sâu vào sự nghiệp y khoa, Burry càng cảm thấy bối rối với các vấn đề về giao tiếp giữa anh và những người khác. Anh cố gắng trong một thời gian ngắn, náu mình ở khoa nghiên cứu bệnh lý, nơi mọi người rất kiệm lời, nhưng vẫn không hiệu quả.

Anh trở lại San Jose, chôn cất cha mình, tái hôn và bị các chuyên gia chuẩn đoán sai là một người lưỡng cực khi anh đóng cửa trang web của mình, đồng thời thông báo rằng anh sẽ từ bỏ thần kinh học để trở thành nhà quản lý tiền tệ. Trưởng khoa Thần Kinh học của Bệnh viện Stanford nghĩ anh mất trí và khuyên anh nên dành một năm để nghĩ kĩ hơn, nhưng anh đã nghĩ rất kĩ rồi. Anh nói, "Tôi thấy thật hấp dẫn và có vẻ là lựa chọn đúng đắn," anh nói, "khi nghĩ rằng nếu tôi có thể điều hành một danh mục đầu tư tốt, thì tôi có thể thành công trong cuộc sống, và rằng nó không quan tâm tôi bị coi là kiểu người gì, mặc dù sâu bên trong tôi cảm thấy tôi là một người tốt." Tài sản 40.000 đô-la so với 145.000 đô-la tiền nợ các khoản vay sinh viên của anh đã dấy lên một câu hỏi rằng chính xác anh sẽ quản lý danh mục đầu tư nào. Bố anh mất sau một chẩn đoán nhầm khác: Một bác sĩ đã không thể phát hiện ra khối ung thư trên phim chụp X-quang, và gia đình anh đã nhận được một khoản tiền bồi thường nhỏ. Người cha không ủng hộ anh bước chân vào thị trường chứng khoán, nhưng tiền bồi thường cho cái chết của ông đã giúp con trai mình làm được điều đó. Mẹ anh góp 20.000 đô-la, 3 anh em anh góp mỗi người 10.000 đô-la. Với số vốn đó, Tiến sĩ Michael Burry đã mở Quỹ Scion. (Từ khi còn là một cậu bé, anh đã thích cuốn sách The Scions of Shannara.) Anh thảo ra một bản thông báo rất long trọng

để thu hút nhà đầu tư bên ngoài. Bản thông báo có ghi: “Các nhà đầu tư có thể đóng góp tối thiểu là 15 triệu đô-la.” Điều này rất thú vị, bởi nó loại trừ không chỉ anh mà cả những người anh đã từng biết qua.

Khi đang xoay xở tìm địa điểm đặt văn phòng, mua đồ nội thất, và mở tài khoản môi giới, anh nhận được 2 cuộc điện thoại bất ngờ. Đầu tiên là từ một quỹ đầu tư lớn ở New York, Gotham Capital. Gotham được một bậc thầy về đầu tư giá trị có tên là Joel Greenblatt thành lập. Burry đã từng đọc cuốn sách của Greenblatt mang tên You Can Be a Stock Market Genius (tạm dịch: Bạn có thể trở thành thiên tài trong thị trường chứng khoán). (“Tôi ghét tiêu đề sách nhưng rất thích nội dung cuốn sách này.”) Nhân viên của Greenblatt nói với anh rằng thi thoảng, họ kiếm được tiền từ các ý tưởng của anh và muốn tiếp tục làm điều đó – Liệu Mike Burry có cân nhắc để Gotham đầu tư vào quỹ của anh? “Đích thân Joel Greenblatt gọi và nói, ‘Tôi đợi anh bỏ nghề y lâu rồi.’” Gotham mời Burry và vợ anh đến New York – và đó là lần đầu tiên Michael Burry được ngồi máy bay tới New York ở ghế hạng thương gia – và đón anh đến ở khách sạn Intercontinental.

Trên đường đến gặp Greenblatt, Burry bồn chồn, phát điên vì lo lắng, thứ cảm xúc vốn luôn cản trở anh trước các cuộc gặp trực tiếp với mọi người. Anh cảm thấy dễ chịu hơn chút khi biết người ở Gotham đã đọc khá nhiều những gì anh viết. “Nếu anh đọc những gì tôi viết trước, và sau đó gặp tôi, thì cuộc gặp sẽ diễn ra tốt đẹp,” anh nói. “Những người gặp tôi mà chưa đọc những gì tôi viết – thì cuộc gặp sẽ không bao giờ suôn sẻ. Ngay ở trường trung học cũng vậy – thậm chí với cả các giáo viên.” Anh đang trải qua một cuộc khảo sát mù: Bạn phải quyết định xem liệu bạn có tán thành với anh ta không trước khi bạn gặp anh ta. Trong trường hợp này, anh gặp phải một bất lợi nghiêm trọng, bởi anh không biết các nhà quản lý tiền tệ thành công này ăn mặc thế nào. “Anh ấy gọi cho tôi vào ngày trước cuộc gặp mặt,” một trong những người bạn qua e-mail của anh nói, người vốn là một nhà quản lý tiền tệ chuyên nghiệp. “Và anh ấy hỏi, ‘Tôi nên ăn vận như thế nào?’ Anh ấy thậm chí còn không có cà vạt. Anh ấy có một chiếc áo khoác thể thao màu xanh, chuyên để tham dự tang lễ.” Đây cũng là một tật khác của Mike Burry. Trong các bài viết, anh thể hiện mình rất trang trọng, thậm chí có phần cứng nhắc, nhưng anh lại ăn vận rất suồng sã. Trên đường đi bộ tới văn phòng của Gotham, anh vội vàng ghé vào một cửa hàng Tie Rack và mua tạm một chiếc cà vạt.

Anh đến công ty quản lý tài chính lớn của New York với trang phục trang trọng nhất từ trước tới nay chỉ để thấy rằng những người tiếp đón anh mặc mỗi áo phông và quần thể thao. Cuộc trao đổi sau cũng có vẻ giống kiểu như vậy.

"Chúng tôi sẽ đầu tư cho anh 1 triệu đô-la."

"Hả?"

"Chúng tôi muốn mua 1/4 quỹ phòng hộ mới của anh với giá 1 triệu đô-la."

"Ông nói thật chứ?"

"Thật. Chúng tôi đang đưa ra đề nghị 1 triệu đô-la."

"Sau thuế!"

Bằng cách nào đó, Burry đã nghĩ rằng một ngày nào đó anh muốn quỹ có giá trị 1 triệu đô-la, sau thuế. Dù sao đi nữa, anh cũng đã vừa mới thốt lên điều đó trước khi anh kịp hiểu họ đang theo đuổi điều gì. Và họ đã đồng ý thỏa thuận! Ở thời điểm đó, dựa vào những gì anh viết trên blog, thì anh, từ một sinh viên y khoa nợ nần với tài sản âm 105.000 đô-la, đã trở thành một triệu phú với vài khoản nợ nhỏ. Burry không biết đó là lần đầu tiên Joel Greenblatt làm một điều như vậy. "Anh ta rõ ràng một chàng trai tài giỏi và không có nhiều người như vậy," Greenblatt nói.

Một thời gian ngắn sau cuộc gặp gỡ kỳ lạ, anh nhận được cuộc gọi từ công ty bảo hiểm White Mountains. White Mountains được điều hành bởi Jack Byrne, một thành viên trong vòng tròn nội bộ của Warren Buffett, và họ đã từng nói chuyện với Gotham Capital. "Chúng tôi không biết anh đang bán một phần công ty của anh," họ nói – và Burry giải thích rằng anh cũng không nhận ra điều đó cho đến tận một vài ngày trước đây, khi có người đưa ra đề nghị 1 triệu đô-la sau thuế để mua nó. Hóa ra White Mountains cũng quan sát Michael Burry rất kỹ. "Điểm hấp dẫn nhất đối với chúng tôi đó là anh ta là một bác sĩ nội trú thần kinh," Kip Oberting đã nói tại White Mountains. "Anh ta làm điều chết tiệt đó khi nào?" Anh nhận được 600.000 đô-la từ White Mountains để đổi lấy một phần nhỏ hơn trong quỹ của anh ấy, cộng thêm một lời hứa sẽ đầu tư thêm 10 triệu đô-la. Oberting nói, "Đúng vậy, anh ấy là người duy nhất chúng tôi tìm thấy trên Internet, gọi điện và đầu tư tiền."

Trong năm đầu tiên kinh doanh, tiến sĩ Mike Burry đã phải vật lộn trong một thời gian ngắn với khía cạnh xã hội của hoạt động quản lý tiền. "Nhìn chung, bạn sẽ không thể gọi được vốn trừ khi bạn giao tiếp giỏi," anh nói, "và nhìn chung, tôi là người không muốn tiếp xúc với nhiều người. Những người làm với tôi nhìn chung cũng nhận thấy điều đó." Anh đến dự một hội nghị do Bank of American tổ chức để giới thiệu các nhà quản lý quỹ mới với các nhà đầu tư giàu có, và những người tham dự cũng đều nhận ra điều đó. Anh đưa ra một bài phát biểu trong đó lập

luận rằng cách họ đánh giá rủi ro rất ngớ ngẩn. Họ đo lường rủi ro bằng biến động: cổ phiếu hoặc trái phiếu lên xuống như thế nào trong những năm vừa qua. Rủi ro thực sự không phải là biến động; rủi ro thực sự chính là các quyết định đầu tư ngu xuẩn. Sau đó, anh kết luận, “rốt cuộc, người giàu nhất trong những người giàu và những người đại diện cho họ đã chấp nhận rằng hầu hết các nhà quản lý chỉ ở mức trung bình, còn những người giỏi hơn có thể đạt được lợi tức trung bình với mức biến động dưới trung bình. Theo logic này, 1 đô-la có giá 50 xu ngày hôm nay, 60 xu ngày tiếp theo và 40 xu ngày tiếp theo nữa, bằng cách nào đó, sẽ có giá trị thấp hơn 1 đô-la có giá 50 xu trong cả 3 ngày. Tôi lại cho rằng khả năng mua được ở mức giá 40 xu là một cơ hội, chứ không phải rủi ro, và đồng đô-la đó vẫn có giá trị là 1 đô-la.” Tất cả mọi người đều im lặng và bữa trưa đó, anh ăn một mình. Anh ngồi ở một chiếc bàn tròn rất lớn và quan sát mọi người trò chuyện vui vẻ ở các bàn xung quanh.

Khi anh nói chuyện trực tiếp với mọi người, anh không thể biết cái gì đã khiến họ lảng tránh anh, lời anh nói hay con người anh. Anh đã tìm hiểu rất kĩ về Warren Buffett, người mà bằng cách nào đó vừa thành công vừa được mọi người mến mộ. Buffett cũng gặp khó khăn khi giao tiếp với mọi người khi còn trẻ. Ông đã tham dự một khóa học của Dale Carnegie để hiểu thêm về cách tương tác hiệu quả với mọi người xung quanh. Mike Burry trưởng thành trong một nền văn hóa tiền tệ hoàn toàn khác biệt. Internet đã thay thế Dale Carnegie. Anh không cần phải gặp gỡ mọi người. Anh có thể nói về bản thân qua mạng và chờ các nhà đầu tư tìm đến mình. Anh có thể viết ra những suy nghĩ phức tạp của bản thân và chờ mọi người đọc chúng rồi gửi tiền của họ đến nhờ anh quản lý. “Buffett quá đỗi nổi tiếng đối với tôi,” Burry nói. “Tôi sẽ không thể nào trở thành người tốt.”

Phương pháp gọi vốn này phù hợp với Mike Burry. Hơn thế nữa, nó rất hiệu quả. Anh bắt đầu xây dựng Quỹ Scion với hơn 1 triệu đô-la – số tiền đầu tư từ mẹ, các anh em và 1 triệu đô-la sau thuế của riêng anh. Trong cả năm đầu tiên, năm 2001, S&P 500 giảm 11,88%. Scion tăng 55%. Trong năm tiếp theo, S&P 500 lại giảm 22,1%, tuy nhiên, Scion lại tăng 16%. Năm tiếp theo, năm 2003, thị trường chứng khoán cuối cùng cũng lội ngược dòng và tăng 28,69%, nhưng Mike Burry đã đánh bại nó một lần nữa – các khoản đầu tư của anh tăng 50%. Đến cuối năm 2004, Mike Burry quản lý 600 triệu đô-la và đang bỏ bớt tiền đi. “Nếu anh ta điều hành quỹ của mình chỉ để tối đa hóa số tiền anh ta đang quản lý thì anh ta có thể đã đang quản lý nhiều tỷ đô-la,” một nhà quản lý quỹ phòng hộ New York, người quan sát hoạt động của Burry với sự ngờ vực ngày càng tăng, đã nhận xét. “Anh ta đã thiết kế ra Scion sao cho nó kinh doanh thì tồi nhưng đầu tư thì tốt.”

“Dù huy động vốn có thể là một cuộc thi về mức độ được hâm mộ,” Burry viết cho các nhà đầu

tư, có lẽ là để trấn an họ rằng họ có yêu mến nhà quản lý tài chính của họ, hoặc thậm chí có biết anh hay không đều không quan trọng, “nhưng đầu tư thông minh thì hoàn toàn ngược lại.”

Warren Buffett có một đối tác khá hóm hỉnh sâu cay, Charlie Munger, người rõ ràng không màng đến việc mọi người có yêu quý mình hay không nhiều như Buffett. Trở lại năm 1995, Munger đã có một buổi nói chuyện tại Trường Kinh doanh Harvard mang tên “Tâm lý học về những đánh giá sai lầm của con người.” Munger nói, nếu bạn muốn dự đoán cách cư xử của mọi người, hãy quan sát những động cơ của họ. FedEx không thể khiến các ca làm việc ban đêm kết thúc đúng giờ; họ thử mọi cách để tăng tốc nhưng không hiệu quả – cho đến khi họ thôi không trả lương công nhân làm việc ca đêm theo giờ và trả lương theo ca. Xerox đã chế tạo ra một chiếc máy mới và tốt hơn chỉ để thấy rằng nó bán kém hơn những chiếc máy cũ – cho đến khi họ nhận ra đội ngũ kinh doanh nhận được mức hoa hồng lớn hơn khi bán được một chiếc máy cũ. “Anh có thể nói, ‘Tất cả mọi người đều biết điều đó,’” Munger cho hay. “Tôi nghĩ mình thuộc nhóm 5% những người ở tầm tuổi tôi đã dành trọn cuộc đời để tìm hiểu sức mạnh của những động cơ và tôi đã đánh giá quá thấp về chúng trong suốt cuộc đời mình. Không năm nào qua đi mà tôi không nhận được một vài sự ngạc nhiên giúp đẩy giới hạn của tôi xa thêm chút nữa.”

Những chia sẻ của Munger có nhiều điểm tương đồng với niềm tin của Mike Burry về các thị trường và những người liên quan trong đó. Burry nói, “Tôi đọc bài phát biểu đó và nói, tôi đồng ý hoàn toàn với những gì được viết trong đó.” Burry có một góc nhìn riêng về chủ đề này, được tích lũy từ quãng thời gian anh dành cho y khoa. Ngay cả trong những tình huống sống còn, các bác sĩ, y tá và bệnh nhân đều bị ảnh hưởng bởi những động cơ mang tính tiêu cực. Ví dụ, ở trong các bệnh viện nơi tỉ lệ bồi hoàn cho thủ thuật cắt bỏ ruột thừa cao hơn, thì các bác sĩ phẫu thuật sẽ cắt bỏ nhiều ruột thừa hơn.

Vì vậy, khi Mike Burry kinh doanh, anh phải đảm bảo rằng mình có những động cơ hợp lý. Anh không chấp nhận thỏa thuận của những nhà quản lý quỹ phòng hộ điển hình. Hầu hết họ được nhận 2% giá trị tài sản nên việc duy nhất họ cần làm là chất đống tiền của những người khác. Quỹ Scion chỉ tính các chi phí thực cho các nhà đầu tư – luôn ở mức thấp hơn 1% giá trị tài sản. Để thu lãi cho mình, anh phải khiến tiền của các nhà đầu tư sinh lời. “Hãy nghĩ về sự hình thành của Scion,” một trong những nhà đầu tư đầu tiên của anh nói. “Gã đó không có tiền và anh ta chọn cách từ chối một khoản phí mà bất cứ quỹ phòng hộ nào khác coi là đương nhiên. Đây là một điều chưa từng được nghe nói đến.”

Ngay từ đầu, Quỹ Scion đã thành công đến mức khó tin. Vào giữa năm 2005, suốt giai đoạn mà

chỉ số thị trường chứng khoán nhìn chung giảm xuống 6,84% thì quỹ của Burry tăng trưởng 242% và bắt đầu từ chối các nhà đầu tư. Với lượng khách hàng càng ngày tăng, nó dường như không quan tâm đến việc thị trường cổ phiếu tăng hay giảm; Mike Burry luôn tìm được điểm đầu tư tiền một cách khôn ngoan. Anh không dùng đòn bẩy và tránh bán khống cổ phiếu. Anh không làm gì có tiềm năng ngoài việc mua các cổ phiếu phổ thông và không làm gì phức tạp hơn việc ngồi trong phòng và đọc các bản báo cáo tài chính. Với mức phí 100 đô-la/năm, anh trở thành người đăng ký sử dụng của 10-K Wizard. Bộ máy ra quyết định của Quỹ Scion gồm một chàng trai ở trong phòng, luôn đóng cửa, ngồi trong yên lặng, miệt mài nghiên cứu các thông tin có sẵn công khai và các dữ liệu trên 10-K Wizard. Anh đi tìm các phán quyết của toàn án, hoàn tất thỏa thuận hoặc những thay đổi trong quy định của chính phủ – bất cứ điều gì có thể làm thay đổi giá trị của một công ty.

Thường thì anh tìm ra những thứ mà anh gọi là các vụ đầu tư "khiếp." Vào tháng 10 năm 2001, anh giải thích khái niệm này trong bức thư gửi cho các nhà đầu tư: "Đầu tư khiếp tức là quan tâm đặc biệt về mặt phân tích đến các cổ phiếu mà mang lại phản ứng đầu tiên là 'khiếp!'"

Avant! Corporation là một ví dụ hấp dẫn. Anh tìm thấy nó khi tìm kiếm từ khóa "được chấp nhận" trong các mẩu tin tức. Anh biết rằng, là người đứng bên lề sân chơi, anh cần phải tìm những cách không chính thống để kéo nghiêng nó theo lợi thế của mình, và điều đó luôn có nghĩa là tìm kiếm các tình huống bất thường mà cả thế giới không chú ý đến. "Tôi không tìm các tin tức về lừa đảo hay gian lận," anh nói. "Đó là nhìn về phía sau, còn tôi đang muốn đi trước. Tôi đang tìm thứ gì đó xảy ra trong các toà án mà có thể dẫn đến một ý tưởng đầu tư. Một lập luận được chấp nhận, một lời bào chữa được chấp nhận, một phương án giải quyết được chấp nhận bởi tòa án." Một tòa án đã chấp nhận lời bào chữa từ một công ty phần mềm có tên là Avant! Corporation. Avant! bị buộc tội đánh cắp mã phần mềm được coi là nền tảng kinh doanh của Avant! từ công ty đối thủ. Công ty này có 100 triệu đô-la tiền mặt trong ngân hàng, hàng năm vẫn đang tạo ra khoảng 100 triệu đô-la dòng tiền mặt tự do – và có giá trị thị trường chỉ 250 triệu đô-la! Michael Burry bắt đầu tìm hiểu sâu hơn; đến khi hoàn thành, anh biết nhiều hơn về Avant! Corporation hơn bất cứ ai. Anh có thể nhận thấy rằng ngay cả khi các giám đốc điều hành phải đi và phải đóng tiền phạt, thì Avant! vẫn có giá trị cao hơn mức mà thị trường lúc đó ước tính. Hầu hết các kĩ sư của công ty đều ghi quốc tịch Trung Quốc trên thị thực làm việc, và do đó bị mắc kẹt – không có rủi ro liên quan đến việc bất cứ ai có thể bỏ việc trước khi sự thật được tìm ra. Tuy nhiên, để kiếm tiền trên cổ phiếu của Avant!, anh có thể phải chịu tổn thất trong ngắn hạn, bởi các nhà đầu tư đang bán tháo cổ phiếu khi hoảng hốt phát hiện ra những điểm tiêu cực được công khai.

Burry đã mua cổ phiếu đầu tiên của Avant! vào tháng 6 năm 2001 với giá 12 đô-la/cổ phiếu. Ban quản lý của Avant! sau đó đã xuất hiện trên trang bìa của tập san Business Week với tiêu đề "Tội ác phải trả giá?" Giá cổ phiếu sụt giảm; Burry tiếp tục mua vào. Ban quản lý của Avant! bị bắt giam. Giá cổ phiếu rớt mạnh. Mike Burry tiếp tục mua vào – với mức giá giảm chỉ còn 2 đô-la/cổ phiếu. Anh trở thành cổ đông lớn nhất duy nhất của Avant!; anh đã tạo sức ép buộc ban quản lý phải thay đổi. 4 tháng sau, Avant! được mua lại với mức giá 22 đô-la/cổ phiếu. "Đó là một giao dịch kiểu Mike Burry cổ điển," một trong những nhà đầu tư của anh nói. "Nó tăng lên 10 lần nhưng trước đó đã giảm đi một nửa."

Đây không phải là kiểu ưa thích của hầu hết các nhà đầu tư, nhưng theo Burry, đó là bản chất của đầu tư giá trị. Công việc của anh là đi ngược lại với cảm tính thông thường. Anh không thể làm điều này nếu đi theo các dao động thị trường ngắn hạn và vì thế, anh không cho phép các nhà đầu tư của mình rút tiền trong thời gian ngắn, như hầu hết các quỹ phòng hộ khác đã làm. Nếu bạn đầu tư tiền vào Scion, bạn sẽ kẹt ở đó ít nhất một năm. Burry cũng thiết kế quỹ nhằm thu hút những người muốn đi theo thị trường chứng khoán lâu dài – những người muốn đặt cược vào cổ phiếu đi lên thay vì đi xuống. "Về bản chất, tôi không phải là người bán khống," anh nói. "Nói chung, tôi không tìm hiểu các công ty để tìm cách bán khống chúng. Về cơ bản, tôi muốn triển vọng tăng phải cao hơn triển vọng giảm." Anh cũng không thích ý tưởng chấp nhận rủi ro bán khống cổ phiếu, bởi về lý thuyết, rủi ro này là vô hạn. Cổ phiếu chỉ có thể giảm tối đa là về 0 nhưng lại có thể tăng đến vô cùng.

Đầu tư tốt là trả đúng giá cho rủi ro. Burry ngày càng cảm thấy anh không làm như vậy. Vấn đề không phải chỉ giới hạn ở các cổ phiếu riêng lẻ. Bong bóng Internet đã vỡ tung, thế nhưng giá nhà đất tại San Jose, trung tâm của bong bóng này, vẫn tăng. Anh đã nghiên cứu cổ phiếu của các nhà thầu xây dựng, sau đó là cổ phiếu của các công ty bảo hiểm thế chấp nhà ở, như PMI. Vào tháng 5 năm 2003, trong lá thư gửi cho một người bạn – một nhà đầu tư chuyên nghiệp lớn ở Bờ Đông – anh đã viết rằng bong bóng bất động sản đang được đẩy ngày càng cao hơn bởi các hành vi phi lý trí của những người cho vay thế chấp, những người mà đang mở rộng tín dụng một cách dễ dãi. "Bạn chỉ phải cảnh giác với một mức độ mà ở đó ngay cả những khoản tín dụng gần như vô hạn hoặc chưa từng có tiền lệ cũng không thể đẩy thị trường (nhà đất) lên cao hơn được nữa," anh viết. "Tôi cực kỳ muốn đánh xuống và cảm thấy rằng giá bất động sản nhà ở tại Mỹ có thể giảm đến 50%... Một phần lớn nhu cầu (nhà ở) hiện tại ở mức giá hiện tại sẽ biến mất nếu mọi người bị thuyết phục rằng giá chắc chắn sẽ không tăng. Và những thiệt hại đi kèm khác nhiều khả năng sẽ tồi tệ hơn sức tưởng tượng của bất cứ người nào."

Vào đầu năm 2005, khi anh bắt đầu đặt cược chống lại thị trường trái phiếu thế chấp dưới

chuẩn, vấn đề lớn đầu tiên anh gặp phải là các ngân hàng đầu tư Phố Wall có thể bán cho anh các hợp đồng hoán đổi nợ xấu nhưng lại không cảm thấy cấp bách như anh. Mike Burry nghĩ anh phải đặt cược ngay bây giờ, trước khi thị trường nhà đất Mỹ bừng tỉnh và phục hồi lại sự tỉnh táo. "Tôi không nghĩ rằng sự suy giảm giá trị cơ bản trong những rổ thế chấp cơ sở sẽ đạt đến mức tới hạn trong 2 năm tới," anh nói – khi mà mức lãi suất trêu tức biến mất còn các khoản thanh toán hàng tháng tăng vọt. Nhưng anh nghĩ thị trường chắc chắn sẽ thấy những gì anh thấy và có điều chỉnh phù hợp. Một vài người ở Phố Wall sẽ thấy rủi ro của các khoản thế chấp dưới chuẩn tăng lên dị thường và từ đó tăng giá bảo hiểm cho chúng. "Nó sẽ nổ tung trước khi tôi có thể kinh doanh ăn theo đó," anh viết trong một e-mail.

Vì Burry luôn sống bằng e-mail, nên anh vô tình lưu giữ lại được sự ra đời của một thị trường mới từ góc nhìn của khách hàng bán lẻ đầu tiên của nó. Khi nhìn lại, điều đáng ngạc nhiên là các công ty Phố Wall đã nhanh chóng chuyển từ việc không biết Mike Burry đang nói gì khi anh gọi và hỏi họ về các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, sang định hình lại hoạt động kinh doanh của họ theo cách lấy loại hình phái sinh mới này làm trung tâm. Thị trường trái phiếu thế chấp ban đầu đã xuất hiện như thế, rất hỗn độn, bị dụ dỗ xuất hiện bởi sự thích thú cực đoan của một nhóm nhỏ người đứng bên lề thị trường tài chính cao cấp. Nhưng phải mất nhiều năm thị trường đó mới trưởng thành; thị trường mới này sẽ phát triển, hoạt động và giao dịch những khoản rủi ro trị giá hàng chục tỷ đô-la trong vòng vài tháng.

Điều đầu tiên mà Mike Burry cần, nếu anh định mua bảo hiểm cho một số lượng lớn trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, là tạo ra một loại hợp đồng tiêu chuẩn và được chấp nhận rộng rãi. Bất cứ ai bán cho anh một hợp đồng hoán đổi nợ xấu về trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, một ngày nào đó, sẽ nợ anh rất nhiều tiền. Anh ngờ rằng các nhà buôn có thể tìm cách tránh không phải trả tiền cho anh. Một hợp đồng sẽ khiến họ khó làm việc đó hơn, anh cũng dễ dàng bán cho một nhà buôn những gì anh đã mua từ những người khác – và vì thế cũng dễ khảo giá hơn. Hiệp hội Phái sinh và Hoán Đổi Quốc tế (International Swaps and Derivatives Association – ISDA) là tổ chức có nhiệm vụ chính thức hóa các thuật ngữ về những chứng khoán mới. ISDA có một loạt các quy tắc để quản lý các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho trái phiếu doanh nghiệp, nhưng bảo hiểm trái phiếu doanh nghiệp là một vấn đề tương đối đơn giản. Sự kiện bảo hiểm ở đây là vỡ nợ và nó có khả năng xảy ra hoặc không. Nếu công ty không thể trả một khoản thanh toán lãi suất, bạn phải là người giải quyết. Người mua bảo hiểm có thể không nhận được hết 100 xu/đô-la – cũng như chủ trái phiếu không lỗ hết 100 xu/đô-la – nhưng một thẩm phán độc lập có thể quyết định được mức độ phục hồi, sao cho nó vừa thỏa mãn vừa công bằng. Nếu trái chủ

nhận được 30 xu/đô-la – tức là lỗ 70 xu – thì người mua hợp đồng hoán đổi nợ xấu sẽ nhận được 70 xu.

Mua bảo hiểm cho các rổ gồm những khoản vay mua nhà có thế chấp ở Mỹ thì phức tạp hơn, bởi rổ này không vỡ nợ cùng lúc, mà từng chủ nhà sẽ vỡ nợ. Các nhà buôn – dẫn đầu là Deutsche Bank và Goldman Sachs – đã đưa ra một giải pháp thông minh: hợp đồng hoán đổi nợ xấu "dùng bao nhiêu trả bấy nhiêu." Người mua hợp đồng hoán đổi – người mua bảo hiểm – không phải được trả hết trong một lần nếu toàn bộ rổ thế chấp bị phá sản, mà trả từng lần một, khi các chủ sở hữu nhà bị vỡ nợ.

Thỏa thuận ISDA cần nhiều tháng trao đổi giữa các luật sư và các nhà buôn đến từ các công ty lớn ở Phố Wall, những người chi phối thị trường. Luật sư của Burry, Steve Druskin, vì một lý do nào đó đã được phép nghe lén các cuộc điện thoại – thậm chí có lúc còn xen ngang và đưa ra quan điểm của khách hàng Phố Wall. Từ trước đến nay, một công ty phố Wall luôn lo lắng về độ tin cậy của khách hàng; khách hàng thì lại luôn tin rằng sòng bạc sẽ đủ khả năng trả tiền cho người chiến thắng. Mike Burry không tin điều đó. "Tôi không đặt cược chống lại một trái phiếu," anh nói. "Tôi đang đặt cược chống lại cả một hệ thống." Anh không muốn mua bảo hiểm lũ lụt từ Goldman Sachs chỉ để nhận thấy, khi có lũ, Goldman Sachs sẽ bị cuốn trôi và không thể trả hết nợ cho anh. Khi giá trị của hợp đồng bảo hiểm thay đổi – ví dụ, khi lũ đến nhưng trước khi nó phá hủy cả tòa nhà – anh muốn Goldman Sachs và Deutsche Bank phải thế chấp tài sản, để phản ánh sự gia tăng giá trị của những gì anh sở hữu.

Vào ngày 19 tháng 5 năm 2005 – một tháng trước khi các điều khoản được hoàn tất – Mike Burry đã thực hiện giao dịch thế chấp dưới chuẩn đầu tiên của mình. Anh mua 60 triệu đô-la hợp đồng hoán đổi nợ xấu từ Deutsche Bank – 10 triệu đô-la mỗi loại cho 6 loại trái phiếu khác nhau. Chúng được gọi là "chứng khoán tham chiếu." Bạn không mua bảo hiểm cho toàn bộ thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn mà là cho một loại trái phiếu cụ thể, và Burry đã nỗ lực hết sức để tìm ra chính xác các loại trái phiếu để đánh cược. Anh đã đọc hàng chục và lướt qua hàng trăm bản cáo bạch, tìm kiếm các rổ thế chấp tinh ranh nhất, và vẫn khá chắc chắn thậm chí đến lúc đó rằng anh là người duy nhất đọc chúng, ngoại trừ các luật sư soạn thảo. Khi làm như vậy, anh cũng có thể trở thành nhà đầu tư duy nhất thực hiện loại phân tích tín dụng ngân hàng kiểu cũ về các khoản vay mua nhà, mà đáng ra phải được thực hiện trước khi cho vay. Tuy nhiên, anh hoàn toàn trái ngược với một nhà ngân hàng kiểu cũ. Anh không tìm kiếm các khoản vay tốt nhất để cho vay mà anh tìm kiếm những khoản vay tồi tệ nhất – để anh có thể đặt cược chống lại chúng.

Anh phân tích tầm quan trọng tương đối của các tỷ số vay trên giá trị tài sản thế chấp của các khoản vay mua nhà, quyền nắm giữ nhà thứ hai, vị trí căn nhà, sự thiếu tài liệu hướng dẫn cho vay và chứng minh thu nhập của người vay, và hàng tá hoặc nhiều hơn các yếu tố khác nhằm xác định khả năng một khoản vay mua nhà được thực hiện ở Mỹ vào khoảng năm 2005 sẽ đi theo chiều hướng tiêu cực. Sau đó, anh tìm kiếm các trái phiếu được bảo đảm bởi các khoản vay tồi tệ nhất. Anh ngạc nhiên khi Deutsche Bank dường như không quan tâm đến việc anh đặt cược chống lại trái phiếu nào. Theo họ thì mọi trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đều như nhau. Giá bảo hiểm bị chi phối không phải bởi bất cứ phân tích độc lập nào mà bởi các xếp hạng trái phiếu do các cơ quan xếp hạng như Moody's và S&P cung cấp. Nếu anh muốn mua bảo hiểm cho tranche trái phiếu xếp hạng AAA được cho là không rủi ro, anh sẽ phải trả 20 điểm cơ bản (0,2%); cho các tranche xếp hạng A có rủi ro cao hơn, anh phải trả 50 điểm cơ bản (0,5%); cho các tranche xếp hạng BBB kém an toàn hơn nữa, là 200 điểm cơ bản – hay 2%. (1 điểm cơ bản tương ứng với 1/100 của 1 điểm phần trăm). Các tranche xếp hạng BBB – các tranche mà sẽ vô giá trị nếu rổ thế chấp cơ sở bị lỗ chỉ 7% – là thứ anh đang theo đuổi. Anh cảm thấy đây là một cuộc đặt cược thận trọng, mà thông qua phân tích, anh có thể biến nó thành thứ còn chắc chắn hơn. Bất cứ ai từng xem qua các bản cáo bạch đều có thể nhận thấy rằng có nhiều điểm khác nhau quan trọng giữa 1 trái phiếu xếp hạng BBB và cái tiếp theo – ví dụ như tỷ lệ phần trăm các khoản vay chỉ trả lãi nằm trong rổ thế chấp cơ sở. Anh đã chọn lọc được những khoản vay tồi tệ nhất, và có chút lo lắng rằng các ngân hàng đầu tư sẽ nắm bắt được những gì anh biết về các trái phiếu thế chấp cụ thể, và điều chỉnh giá cả của chúng.

Lại một lần nữa họ khiến anh bị sốc và thấy vui mừng: Goldman Sachs đã gửi cho anh một e-mail gồm một danh sách rất dài các trái phiếu thế chấp không hấp dẫn của họ để anh chọn. "Điều này thực sự khiến tôi sửng sốt," anh nói. "Chúng đều được định giá dựa theo xếp hạng thấp nhất từ 1 trong 3 cơ quan xếp hạng lớn." Anh có thể nhặt từ danh sách này mà không khiến họ phải cảnh giác về kiến thức sâu rộng của mình. Nó giống như việc bạn có thể mua bảo hiểm lũ lụt cho ngôi nhà trong thung lũng với cùng mức giá như bảo hiểm lũ lụt dành cho ngôi nhà trên đỉnh núi.

Thị trường ngày càng vô lý, nhưng điều này không ngăn cản được các công ty Phố Wall khác nhảy vào, một phần bởi Mike Burry đang quấy rầy họ. Trong nhiều tuần liền, anh săn đuổi Bank of America cho đến khi họ đồng ý bán cho anh 5 triệu đô-la hợp đồng hoán đổi nợ xấu. 20 phút sau khi họ gửi e-mail xác nhận giao dịch, họ nhận được một e-mail khác từ Burry: "Chúng ta có thể thực hiện một giao dịch nữa không?" Chỉ trong vài tuần, Mike Burry đã mua vài trăm triệu đô-la hợp đồng hoán đổi nợ xấu từ nửa tá các ngân hàng, với mỗi hợp đồng trị giá 5 triệu

đô-la. Không có người bán nào quan tâm tới loại trái phiếu họ đang bảo hiểm. Anh tìm thấy một rổ thế chấp gồm toàn thế chấp trả dần âm với lãi suất thả nổi – nơi người vay có thể không phải trả bất cứ khoản lãi nào mà đơn giản chỉ là tích lũy khoản nợ ngày càng nhiều cho đến khi họ vỡ nợ. Goldman Sachs không chỉ bán cho anh bảo hiểm cho rổ này mà còn gửi cho anh một dòng ghi chú nhỏ chúc mừng anh trở thành người đầu tiên, ở trong hoặc ngoài Phố Wall, từng mua bảo hiểm ở hạng mục này. “Tôi đang hướng dẫn các chuyên gia ở đây,” Burry reo lên trong một e-mail.

Anh không lãng phí quá nhiều thời gian để lo lắng về việc tại sao các nhân viên ngân hàng đầu tư được cho là khôn ngoan này lại sẵn sàng bán cho anh bảo hiểm với mức giá quá rẻ như vậy. Anh lo những người khác sẽ hiểu ra vấn đề và cơ hội sẽ biến mất. “Tôi sẽ giả vờ ngốc một chút,” anh nói, “khiến họ cảm thấy như thể rằng tôi không biết rõ mình đang làm gì.” Đây là một trong những lợi ích phụ của việc sống xa rời thế giới trong quá nhiều năm: Anh có thể dễ dàng tin rằng mình đúng còn thế giới sai.

Càng nhiều các công ty Phố Wall đắm mình vào lĩnh vực kinh doanh mới này, anh càng dễ đặt cược. Trong vài tháng đầu tiên, anh có thể bán khống nhiều nhất là 10 triệu đô-la mỗi lần. Sau đó, vào cuối tháng 6 năm 2005, anh nhận được cuộc gọi từ một ai đó ở Goldman Sachs hỏi liệu anh có thể tăng quy mô giao dịch của anh lên 100 triệu đô-la một lần không. Anh viết vào ngày tiếp theo, sau khi đã thực hiện xong nó rằng, “Cần phải nhớ đây là 100 triệu đô-la. Đó là một khoản tiền điên rồ. Và vừa được ném ra như thể đó là khoản tiền 3 chữ số thay vì 9 chữ số.”

Đến cuối tháng 7, anh sở hữu các hợp đồng hoán đổi nợ xấu có giá trị 750 triệu đô-la về các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn và luôn tự khoe khoang về nó. “Tôi tin rằng không có quỹ phòng hộ nào trên trái đất sở hữu loại đầu tư này, không ở đâu lớn bằng mức này, tính trên tương quan với quy mô danh mục đầu tư,” anh viết cho một trong số những nhà đầu tư của mình. Bây giờ, anh không thể không tự hỏi ai thực sự đang đứng ở phía bên kia các giao dịch của mình – những kẻ điên nào đang bán cho anh quá nhiều bảo hiểm cho các trái phiếu mà anh đã lựa chọn cẩn thận để phát nổ? Hợp đồng hoán đổi nợ xấu là trò chơi có tổng bằng 0. Nếu Mike Burry kiếm được 100 triệu đô-la khi các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn mà anh đã lựa chọn cẩn thận không được thanh toán thì một ai đó chắc chắn sẽ bị lỗ 100 triệu đô-la. Goldman Sachs đã làm rõ rằng người bán cuối cùng không phải là Goldman Sachs. Goldman Sachs chỉ là cầu nối giữa người mua bảo hiểm và người bán bảo hiểm để nhận phần chênh lệch.

Việc ai đó sẵn lòng bán cho anh số lượng lớn bảo hiểm giá rẻ đã giúp Mike Burry nảy ra một ý tưởng khác: thành lập một quỹ chỉ để mua bảo hiểm cho trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Trong

một quỹ trị giá 600 triệu đô-la sinh ra chỉ để chọn lọc cổ phiếu, trò cá cược của anh đã vô cùng lớn; nhưng nếu anh có thể gọi được vốn công khai cho mục đích mới này, anh có thể tăng mức tiền ban đầu lên nhiều tỉ đô-la. Trong tháng 8, anh đã viết một bản đề án cho quỹ mang tên Milton's Opus và gửi cho các nhà đầu tư của mình. Hầu hết họ vẫn không biết rằng nhà vô địch chọn cổ phiếu của họ đang ngày càng đắm chìm vào các hợp đồng bảo hiểm mang tên hợp đồng hoán nợ xấu này. Rất nhiều người không muốn có liên quan gì đến nó; một vài người tự hỏi liệu điều này có phải có nghĩa là anh đã làm điều tương tự với tiền của họ hay không.

Thay vì gọi thêm vốn để mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, anh đã khiến việc giữ lại những gì anh sở hữu trở nên khó khăn hơn. Các nhà đầu tư đã rất vui vẻ để anh lựa chọn cổ phiếu thay họ, nhưng họ cũng nghi ngờ năng lực dự đoán các xu hướng vĩ mô của anh. Và chắc chắn, họ cũng không hiểu tại sao anh cần phải có kiến thức sâu sắc đặc biệt về thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn trị giá nhiều nghìn tỉ đô-la. Milton's Opus đã chết yểu.

Vào tháng 10 năm 2005, trong lá thư gửi tới các nhà đầu tư, Burry cuối cùng đã thú nhận hoàn toàn và cho họ biết rằng họ sở hữu ít nhất 1 tỉ đô-la giá trị trong các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. "Đôi khi thị trường cũng mắc sai lầm lớn," anh viết.

Thị trường đã sai lầm khi họ để America Online có tiền mua Time Warner. Họ đã sai lầm khi đánh cược chống lại George Soros và ủng hộ đồng bảng Anh. Và họ hiện vẫn đang sai lầm bằng cách tiếp tục hùa theo như thể bong bóng tín dụng quan trọng nhất từng xuất hiện trong lịch sử chưa hề tồn tại. Các cơ hội đã hiếm nhưng các cơ hội lớn để một người có thể bỏ vốn gần như không giới hạn nhằm kiếm được lợi nhuận tiềm năng khổng lồ thậm chí còn hiếm hơn. Bán khống một cách chọn lọc các chứng khoán đảm bảo bằng tài sản thế chấp có vấn đề nhất trong lịch sử ngày nay đã tạo ra một cơ hội như thế.

Trong quý II năm 2005, hiện tượng quỵt nợ thẻ tín dụng đạt mức cao nhất mọi thời đại – mặc dù giá nhà đất tăng vọt. Có nghĩa là, dù dùng loại tài sản này để vay cầm cố, người Mỹ đang chật vật hơn bao giờ hết trong việc thực hiện các nghĩa vụ trả nợ của mình. Cục Dự trữ Liên bang đã tăng lãi suất, nhưng lãi suất thế chấp vẫn giảm đáng kể – bởi Phố Wall ngày càng tìm ra nhiều cách thông minh hơn để giúp mọi người vay được tiền. Burry hiện đã đặt cược hơn 1 tỉ đô-la và không thể tăng nó thêm nữa trừ khi anh thu hút được nhiều vốn hơn. Vì thế anh chỉ cho các nhà đầu tư của mình thấy rằng thị trường trái phiếu thế chấp Mỹ rất lớn, lớn hơn cả thị trường trái phiếu kho Bạc Mỹ. Toàn bộ nền kinh tế dựa trên sự ổn định, và sự ổn định của nó lại phụ thuộc vào việc giá nhà đất vẫn đang tiếp tục tăng cao. "Thật lố bịch khi tin rằng các bong bóng

tài sản chỉ có thể được nhận ra một cách muộn màng," anh viết. "Có những dấu hiệu cụ thể mà hoàn toàn có thể nhận biết được trong suốt quá trình bong bóng phình to. Một dấu hiệu của sự điên cuồng chính là sự gia tăng nhanh chóng về phạm vi ảnh hưởng và mức độ phức tạp của các gian lận… FBI cho biết tỷ lệ gian lận liên quan đến thế chấp tăng cao gấp 5 lần kể từ năm 2000." Hành vi xấu không còn nằm ngoài rìa nền kinh tế lành mạnh nữa mà nó đã trở thành tính năng trung tâm. "Điểm nổi bật về những gian lận liên quan đến nhà đất ngày nay chính là vai trò không thể thiếu của nó trong các tổ chức của nước Mỹ," anh nói thêm.

Điều này cũng không khác nhiều so với những điều anh nói đến trong các bức thư hàng quý gửi tới các nhà đầu tư trong suốt hai năm qua. Quay trở lại tháng 7 năm 2003, anh đã viết cho họ một bài chia sẻ dài về nguyên nhân và hậu quả của thứ mà anh cho là một vụ sụp đổ nhà đất chắc chắn sẽ xảy ra: "Alan Greenspan khẳng định với chúng ta rằng sẽ không dễ có bong bóng – hoặc những cuộc giảm phát lớn – xảy ra trong giá nhà đất ở bất kỳ quy mô mang tầm quốc gia nào," anh nói. "Tất nhiên, điều này thật vớ vẩn… Trong năm 1933, năm thứ 4 của cuộc Đại Khủng Hoảng, Hoa Kỳ đã phải hứng chịu một cuộc khủng hoảng nhà đất. Gần như một nửa các khoản nợ thế chấp không thể thanh toán. Trong những năm 1930, giá nhà đất trên toàn nước Mỹ đã giảm khoảng 80%." Vào tháng 1 năm 2004 và tháng 1 năm 2005, anh nói đi nói lại cùng một chủ đề: "Bạn có muốn vay 1 triệu đô-la mà chỉ phải trả 25 đô-la một tháng không? Quicken Loans hiện đang đưa ra một khoản thế chấp lãi suất thả nổi chỉ phải trả lãi, cho phép người vay không phải thanh toán khoản gốc mà chỉ phải trả lãi suất 0,03% trong vòng 6 tháng đầu, rõ ràng đây là sự hỗ trợ tuyệt vời dành cho người mua nhà gặp vấn đề về dòng tiền ngắn hạn."

Khi các nhà đầu tư biết được rằng người quản lý tài chính của họ thực ra đã tự đút tiền của họ vào nơi mà anh đã nói đến từ rất lâu rồi, họ thực sự cảm thấy không hài lòng. Như một nhà đầu tư chia sẻ, "Ai cũng biết Mike là người chọn cổ phiếu tốt nhất. Thế nhưng anh ta đang làm cái quái gì vậy?" Một vài người tức tối khi cái gã mà họ thuê để chọn cổ phiếu lại không chọn cổ phiếu mà cố chấp đi chọn những trái phiếu thế chấp mục rữa; một số người khác tự hỏi, nếu các hợp đồng hoán đổi nợ xấu là một thỏa thuận hời như vậy, tại sao Goldman Sachs lại bán chúng; một vài người còn không biết hợp đồng hoán đổi nợ xấu thực sự là gì, hay nó hoạt động như thế nào. "Theo tôi, các dự đoán khải huyền về thị trường tài chính Hoa Kỳ hiếm khi được nhận ra ở tầm nhìn hạn chế," một nhà đầu tư viết cho Burry. "Có những trường hợp khải huyền chính thống được tạo nên trong thị trường tài chính Hoa Kỳ trong suốt sự nghiệp của tôi. Chúng thường không được nhận ra." Burry đáp lại rằng dù đúng là anh đã dự đoán được sự sụp đổ, nhưng anh không đánh cược vào nó. Đó chính là vẻ đẹp của các hợp đồng hoán đổi nợ xấu: Chúng có thể giúp anh kiếm lời dù chỉ một phần rất nhỏ các rổ thế chấp không rõ ràng này trở

nên xấu đi.

Vô tình, anh đã khơi mào cho một cuộc tranh luận với chính các nhà đầu tư của mình, điều anh không mong muốn nhất. “Tôi không thích thảo luận về các ý tưởng với nhà đầu tư,” anh nói, “bởi tôi lúc đó sẽ trở thành người biện hộ cho ý tưởng của mình, và điều đó ảnh hưởng đến quá trình suy nghĩ của bản thân.” Khi trở thành người biện hộ cho một ý tưởng, bạn sẽ gặp khó khăn khi phải thay đổi suy nghĩ về nó. Anh không có lựa chọn: Ở những người góp tiền cho anh, rõ ràng luôn có sự hoài nghi về thứ được gọi là tư duy vĩ mô. Họ có thể hiểu tại sao anh chàng thông minh thích đắm mình vào các báo cáo tài chính này lại có thể phát hiện ra một công ty nhỏ mà chẳng ai chú ý đến, nhưng họ không thể hiểu tại sao anh cần hiểu sâu hơn về các xu hướng và sức mạnh toàn cầu mà bất cứ người Mỹ nào xem chương trình tin tức trên truyền hình cáp đều biết rõ. “Tôi nghe nói rằng White Mountain muốn tôi bám sát công việc của mình,” anh viết cho người ủng hộ ban đầu của mình với thái độ gắt gỏng, “nhưng tôi không biết là từ trước đến giờ, White Mountain có hiểu công việc của tôi là gì không.” Có vẻ như không ai hiểu được thứ mà quá đơn giản đối với anh: Những hợp đồng hoán đổi nợ xấu này đều nằm trong công cuộc tìm kiếm giá trị trên toàn cầu của anh. “Tôi không hề nghỉ ngơi trong cuộc hành trình tìm kiếm giá trị,” anh viết cho White Mountains. “Không có bất cứ sở thích nào có thể làm xao nhãng tôi. Tìm kiếm giá trị là sứ mệnh của tôi.”

Khi thành lập Scion, anh đã nói với các nhà đầu tư tiềm năng rằng, do anh đang kinh doanh những cuộc cá cược không hợp thời, nên họ hãy đánh giá anh trong dài hạn – khoảng 5 năm chẳng hạn. Hiện anh đang bị đánh giá từng giây từng phút. “Ban đầu, mọi người đầu tư vào tôi chỉ nhờ các lá thư của tôi,” anh nói. “Và sau đó, không hiểu thế nào mà sau khi đầu tư, họ thôi không đọc chúng nữa.” Thành công tuyệt vời của anh thu hút được rất nhiều nhà đầu tư mới, nhưng họ không mấy hứng thú với tinh thần doanh nhân của anh so với số tiền anh có thể kiếm cho họ càng nhanh càng tốt. Anh báo cáo với họ mức lãi hoặc lỗ từ các lần lựa chọn cổ phiếu của mình hàng quý. Hiện tại, anh phải giải thích rằng họ phải trừ khỏi số lãi hoặc lỗ này khoản phí bảo hiểm cho trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Một trong những nhà đầu tư New York của anh đã gọi điện thoại và nói đầy đáng sợ rằng, “Anh có biết là rất nhiều người định rút tiền khỏi quỹ của anh không.”

Theo hợp đồng, tiền của các nhà đầu tư sẽ bị mắc kẹt tại Scion Capital trong một khoảng thời gian nhất định, nên điều duy nhất họ có thể làm là gửi e-mail yêu cầu anh lý giải về chiến lược mới của mình. “Mọi người cứ bị bám vào sự khác biệt giữa +5% và -5% trong vài năm tới,” Burry trả lời một nhà đầu tư phản đối chiến lược mới. “Trong khi vấn đề thực sự là: trong vòng 10 năm, ai sẽ làm tốt hơn 10% điểm cơ bản mỗi năm? Và tôi tin chắc rằng để đạt được lợi thế

đó trên cơ sở hàng năm, tôi phải có khả năng nhìn ra xa hơn một vài năm tới… Tôi phải kiên định đối mặt với sự bất mãn phổ biến nếu đó là điều mà những nguyên tắc cơ bản mách bảo tôi.“ Anh nhắc nhở những nhà đầu tư của anh rằng trong 5 năm kể từ khi thành lập quỹ, chỉ số S&P 500 giảm 6,84% trong khi Scion Capital tăng 242%. “Tôi đang xây những lâu đài cát tuyệt đẹp,” anh viết, “nhưng không có gì ngăn được thủy triều đang dần dâng lên.”

Kỳ lạ thay, khi các nhà đầu tư của Mike Burry trở nên bồn chồn không yên thì các đối tác của anh ở Phố Wall lại quan tâm đến những gì anh đang làm. Vào cuối tháng 10 năm 2005, một nhân viên giao dịch dưới chuẩn tại Goldman Sachs đã gọi để hỏi tại sao anh lại mua những hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche trái phiếu thế chấp dưới chuẩn cụ thể như vậy. Nhân viên nọ buột miệng nói ra rằng có rất nhiều quỹ phòng hộ liên tục gọi đến Goldman để hỏi “làm sao để thực hiện được giao dịch nhà đất ngắn hạn như Scion.” Trong số những người hỏi về điều đó có cả những người mà Burry đã từng lôi kéo họ ủng hộ Milton’s Opus – những người ban đầu đã bày tỏ sự quan tâm rất lớn. “Nhìn chung, những người này không biết gì về cách thực hiện giao dịch và hy vọng Goldman giúp họ tái tạo nó,” Burry viết trong một e-mail gửi đến giám đốc tài chính của mình. “Tôi nghi Goldman đã giúp họ, dù họ phủ nhận điều này.” Giờ anh đã hiểu được tại sao anh không thể gây quỹ cho Milton’s Opus. “Nếu tôi mô tả nó đủ hấp dẫn, mọi người sẽ nghĩ họ có thể tự làm được điều đó,” anh viết cho một người bạn. “Nếu tôi không mô tả đầy đủ, nó có vẻ rủi ro, 50/50 và tôi không thể gây quỹ,” Anh không có năng khiếu bán hàng.

Hiện tại, thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn dần trở nên minh bạch hơn. Đột nhiên, vào ngày 4 tháng 11, Burry nhận được một e-mail từ một gã chuyên về dưới chuẩn hàng đầu tại Deutsche Bank tên là Greg Lippmann. Deutsche Bank đã cắt đứt quan hệ với Burry từ tháng 6, do Burry đã quá quyết liệt trong việc yêu cầu họ phải có tài sản thế chấp. Giờ đây, người đàn ông này lại gọi điện và nói anh ta sẽ mua lại 6 hợp đồng hoán đổi nợ xấu gốc mà Scion đã mua trong tháng 5. Bởi 60 triệu đô-la chỉ chiếm một phần nhỏ trong danh mục đầu tư của Burry, và bởi anh không muốn liên quan gì thêm nữa với Deutsche Bank, nên anh đã bán lại chúng với mức giá hời. Greg Lippmann đã vội vàng viết thư lại đến mức sai cả ngữ pháp, “Anh có muốn bán cho chúng tôi một vài trái phiếu khác mà chúng tôi có thể cho anh biết mức giá chúng tôi sẽ trả cho anh không.”

Grep Lippmann của Deutsche Bank muốn mua lại hàng tỷ đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu! “Cám ơn Greg tốt bụng,” Burry trả lời. “Giữa chúng ta thế là đủ rồi.” Anh nghĩ bụng, “Thật lạ. Tôi đã không giao dịch với Deutsche Bank 5 tháng nay. Sao mà Greg Lippmann biết được tôi đang sở hữu lượng hợp đồng hoán đổi nợ xấu khổng lồ?”

3 ngày sau đó anh nhận được tin từ Goldman Sachs. Nữ nhân viên kinh doanh của anh, Veronica Grinstein, đã gọi cho anh bằng di động, đó là việc cô vẫn làm khi muốn nói chuyện mà không bị ghi âm. (Các công ty Phố Wall hiện tại ghi âm toàn bộ các cuộc gọi được thực hiện từ bàn giao dịch.) "Tôi muốn nhờ anh một việc," cô đề nghị. Cô cũng muốn mua một vài hợp đồng hoán đổi nợ xấu từ anh. "Ban quản lý bắt đầu lo lắng," cô nói. "Họ nghĩ các nhân viên giao dịch đã bán tất số bảo hiểm loại này mà không biết mua lại nó ở đâu. Mike Burry có thể bán lại cho họ 25 triệu đô-la bảo hiểm trái phiếu thế chấp dưới chuẩn với mức giá thực sự hào phóng hay không? Chỉ để xoa dịu ban quản lý của Goldman thôi." Cúp máy, theo linh cảm, anh dò hỏi Bank of America để xem liệu họ có bán cho anh thêm không nhưng họ không bán. Họ cũng đang tìm cách mua vào. Tiếp đến là Morgan Stanley – cũng rất đường đột. Anh đã không giao dịch nhiều với Morgan Stanley, nhưng rõ ràng Morgan Stanley cũng muốn mua tất những gì anh có. Anh không biết chính xác tại sao những ngân hàng này lại đột nhiên quan tâm thái quá đến việc mua bảo hiểm trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, nhưng có một lý do rất rõ ràng: Các khoản vay đột nhiên trở nên xấu đi với tỷ lệ đáng báo động. Trở lại khoảng tháng 5, khi Mike Burry đánh cược vào lý thuyết về hành vi của con người của mình: Các khoản vay đã được cơ cấu để xấu đi. Và bây giờ, vào tháng 11, chúng xấu đi thật.

Sáng hôm sau, Burry đã đọc được trên Wall Street Journal một bài báo giải thích làn sóng mới gồm các thế chấp có lãi suất thả nổi đang vỡ nợ như thế nào trong 9 tháng đầu tiên ở mức chưa từng thấy. Tầng lớp hạ lưu Mỹ đã kiệt sức. Thậm chí, có hẳn một biểu đồ nhỏ dành cho những độc giả không có thời gian đọc bài báo. Anh nghĩ, Cái kim trong bọc đã lòi ra. Thế giới chuẩn bị thay đổi. Người cho vay sẽ nâng cao các tiêu chuẩn của họ; các cơ quan xếp hạng sẽ xem xét kĩ càng hơn; và không nhà buôn sáng suốt nào sẽ còn bán bảo hiểm cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn ở bất cứ mức giá nào mà họ từng bán. Hầu hết các nhân viên giao dịch Phố Wall chuẩn bị lỗ rất nhiều tiền – duy chỉ có một ngoại lệ. Mike Burry vừa nhận được một e-mail khác, từ một trong những nhà đầu tư của anh, với nội dung cho biết rằng Deutsche Bank có thể bị ảnh hưởng bởi tầm nhìn của anh về thị trường tài chính: "Greg Lippmann, nhân viên giao dịch [thế chấp dưới chuẩn] đứng đầu tại Deutsche Bank đã ở đây vào hôm kia. Anh ta nói với chúng tôi rằng anh ta đã bán khống 1 tỷ đô-la loại này và sắp kiếm được cả 'núi' tiền. Sự phấn khởi của anh ta có chút gì đó đáng sợ."

3. “Làm sao mà một gã không biết nói tiếng anh lại nói dối được cơ chứ?”

Khi Greg Lippmann xuất hiện trong phòng hội nghị của FrontPoint vào tháng 2 năm 2006, Steve Eisman đã hiểu đủ về thị trường trái phiếu để luôn cảnh giác, còn Vincent Daniel biết đủ để khẳng định rằng không thể tin tưởng bất cứ ai trong thị trường này. Một nhà đầu tư đi từ thị trường cổ phiếu sang thị trường trái phiếu giống như một động vật nhỏ sống trên một hòn đảo không có dã thú bị ném vào một nơi đầy rắn độc. Dù bạn có thể bị các công ty lớn ở Phố Wall lột sạch trong thị trường cổ phiếu nhưng ít ra bạn thực sự phải làm việc ở đó. Toàn bộ thị trường giao dịch trên màn hình, vì thế bạn luôn có cái nhìn rõ ràng về giá cổ phiếu của bất cứ công ty niêm yết nào. Thị trường cổ phiếu không chỉ minh bạch mà còn bị khống chế chặt chẽ. Bạn đừng mong một nhân viên giao dịch Phố Wall chia sẻ với mình mọi suy nghĩ tiêu cực của anh ta về các công ty đại chúng, nhưng có thể hy vọng anh ta sẽ không tìm cách lừa bạn bằng những lời nói dối trắng trợn, hoặc ngang nhiên sử dụng thông tin nội gián để giao dịch chống lại bạn bởi anh ta có khả năng bị bắt nếu làm điều đó. Sự hiện diện của hàng triệu nhà đầu tư nhỏ đã chính trị hóa thị trường chứng khoán. Nó được quản lý bằng luật pháp và quy định để ít nhất trông cũng có vẻ công bằng.

Thị trường trái phiếu không phải chịu áp lực chính trị dân túy như thế bởi nó bao gồm chủ yếu là các tổ chức đầu tư lớn. Nó chối bỏ sự điều tiết nghiêm ngặt dù cho nó lớn gấp nhiều lần thị trường cổ phiếu. Những nhân viên bán trái phiếu có thể nói và làm bất cứ điều gì mà không sợ bị báo cáo lên các cơ quan có thẩm quyền. Các nhân viên giao dịch trái phiếu có thể khai thác thông tin nội gián mà không lo bị bắt. Những kỹ thuật viên trái phiếu có thể mơ đến các loại chứng khoán thậm chí phức tạp hơn mà không cần lo lắng quá nhiều về các quy định của chính phủ – đây là một lý do tại sao rất nhiều sản phẩm phái sinh đã được tạo ra từ các trái phiếu bằng cách này hay cách khác. Một phần lớn hơn và có tính thanh khoản cao hơn của thị trường trái phiếu – ví dụ như thị trường trái phiếu Kho bạc Mỹ – được giao dịch trên màn hình, nhưng trong nhiều trường hợp, cách duy nhất để xác định mức giá mà một nhân viên giao dịch trái phiếu nào đó đưa ra cho bạn có gần với giá thị trường hay không là gọi đi khắp nơi và thăm dò xem có nhà buôn trái phiếu nào khác đang tạo ra một thị trường cho loại chứng khoán đó không. Đối với các công ty lớn ở Phố Wall, tính chất mơ hồ và phức tạp của thị trường trái phiếu chính là một lợi thế rất lớn. Khách hàng của thị trường trái phiếu sống trong nỗi sợ hãi thường trực về những gì họ không biết. Nếu các bộ phận trái phiếu Phố Wall là nguồn lợi

nhuận ngày càng gia tăng của Phố Wall, thì một phần là bởi: Trong thị trường trái phiếu, vẫn có thể kiếm được những khoản lời lớn từ sự sợ hãi và thiếu hiểu biết của khách hàng.

Và vì thế Greg Lippmann cũng không lấy gì làm ngạc nhiên khi anh chạm phải rào cản nghi ngờ lớn lúc bước chân vào văn phòng của Steve Eisman. "Nếu một vị thánh bước vào và nói ông đến từ bộ phận thu nhập cố định, Vinny sẽ không tin tưởng ông ta," Eisman nói.

Lippmann là người rất thích tranh luận. Anh không chỉ là một người giao dịch trái phiếu giỏi mà còn là một người giao dịch trái phiếu vĩ đại. Anh không tàn nhẫn. Anh thậm chí không thô lỗ, ít nhất là không cố ý thô lỗ. Anh chỉ đơn giản là gợi lên những cảm xúc cực đoan ở người khác. Anh luôn tư lợi và luôn tự quảng bá bản thân. Hơn nữa, anh quá tỉnh táo trước sự tư lợi và tính tự quảng bá bản thân của những người khác. Anh có khả năng xác định các động cơ mờ ám một cách kỳ cục. Nếu bạn vừa mới tài trợ 20 triệu đô-la cho trường của mình, và cảm thấy mình đã làm được một việc có ích tuyệt vời, thì Lippmann sẽ là người đầu tiên hỏi, "Anh tặng 20 triệu đô-la cho trường bởi đó là mức tiền tối thiểu giúp anh có tên trên một tòa nhà, phải vậy không?"

Giờ đây, nhân vật này đột ngột xuất hiện để bán cho Steve Eisman thứ mà anh ta tuyên bố là ý tưởng tuyệt vời của chính mình nhằm đánh cược chống lại thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Anh ta đã thực hiện vụ việc này bằng một bài thuyết trình dài 42 trang: Trong suốt 3 năm qua, giá nhà đất đã tăng quá nhanh so với hơn 30 năm trước; giá nhà đất vẫn chưa giảm nhưng cũng không còn tăng lên nữa; ngay cả thế, các khoản vay dựa trên chúng hiện đang dần xấu đi trong năm đầu tiên với tỷ lệ đáng ngạc nhiên – tăng từ 1% lên 4%. Ai đã vay tiền để mua nhà và không thể trả trong vòng 12 tháng? Anh ta tiếp tục một lúc, sau đó, chỉ cho Eisman biểu đồ nhỏ mà anh ta đã tạo ra, và đó là lý do mà theo anh ta, đã khiến anh ta thích thú với giao dịch này. Nó minh họa một thực tế đáng kinh ngạc: Kể từ năm 2000, những người sở hữu nhà đất có giá trị tăng từ 1% đến 5% có khả năng không thể thanh toán các khoản vay mua nhà cao gấp gần 4 lần so với những người có giá trị nhà đất tăng lên hơn 10%. Hàng triệu người Mỹ không có khả năng trả nợ thế chấp trừ khi chính ngôi nhà của họ tăng đáng kể về giá trị, điều cho phép họ vay được nhiều tiền hơn nữa.

"Bán khống các tranche mezzanine giá trị chủ sở hữu nhà đất" là tên bài thuyết trình của Lippmann. "Bán khống các tranche mezzanine giá trị chủ sở hữu nhà đất" chỉ là một cách mô tả hình tượng cho ý tưởng của Mike Burry về việc đặt cược chống lại các khoản vay mua nhà ở Hoa Kỳ: mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn loại BBB không hấp dẫn.

Ưu điểm của hợp đồng hoán đổi nợ xấu, hay CDS, đó là nó giải quyết được vấn đề thời điểm. Eisman không còn cần phải đoán chính xác khi nào thị trường thế chấp dưới chuẩn sẽ sụp đổ. Nó cũng cho phép anh đặt cược mà không phải đặt cọc tiền mặt, và đặt anh vào vị trí có thể thắng được số tiền gấp nhiều lần số tiền anh có thể bị mất. Trong trường hợp xấu nhất: Những người Mỹ không có khả năng thanh toán lại bằng cách nào đó trả hết được các khoản vay thế chấp dưới chuẩn của họ, thì bạn cũng chỉ phải trả phí bảo hiểm khoảng 2%/năm trong vòng 6 năm – vòng đời tối đa của các khoản vay được coi là có thời hạn 30 năm.

Việc những người đi vay dưới chuẩn sốt sắng trả hết các khoản vay của họ cũng là một khía cạnh kỳ lạ của thị trường đang bùng nổ này. Nó có liên quan đến cấu trúc của các khoản vay với lãi suất cố định trong 2 hoặc 3 năm đầu ở mức thấp đến giả tạo trước khi tăng vọt thành lãi suất thả nổi "cao ngất." "Họ đang cho những người có thu nhập thấp vay với lãi suất ban đầu thấp vì họ biết rằng những người này không đủ khả năng để trả lãi suất thả nổi cao ngất," Eisman nói. "Họ làm điều đó để khi những người đi vay tiến đến cuối giai đoạn lãi suất ban đầu thấp, họ sẽ phải đổi nợ, nhờ vậy những người cho vay có thể kiếm được nhiều tiền hơn từ người đi vay." Do đó, những khoản vay thời hạn 30 năm được thiết kế sao cho người vay phải hoàn trả nó trong một vài năm. Trong trường hợp xấu nhất, nếu bạn mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho 100 triệu đô-la trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, bạn có thể sẽ phải trả tiền phí trong vòng 6 năm – khoảng 12 triệu đô-la. Trường hợp tốt nhất: Thiệt hại từ các khoản vay tăng từ 4% hiện tại lên tới 8%, và bạn sẽ kiếm được 100 triệu đô-la. Những người đánh cá ngựa thuê chuyên nghiệp đang đưa ra cho bạn tỉ lệ cược vào khoảng từ 6:1 đến 10:1 trong khi tỉ lệ đó thực tế có vẻ giống 2:1 hơn. Bất cứ ai tham gia cá cược một cách thông minh đều không thể không đánh cược.

Người chấm dứt tranh luận chính là đội hỗ trợ định lượng một người của Lippmann. Tên của anh là Eugene Xu, nhưng đối với những người đã nghe bài nói của Lippmann thì anh được nhắc đến chung chung như là "Nhà phân tích người Trung Quốc của Lippmann." Xu là một nhà phân tích làm việc tại Deutsche Bank, một người Trung Quốc thật sự – chứ không phải là người Mỹ gốc Trung Quốc – không biết nói tiếng Anh, ngoại trừ các con số. Lippmann kể với mọi người rằng, Trung Quốc đã tổ chức cuộc thi toán học toàn quốc và Eugene đã đạt giải nhì. Eugene Xu chịu trách nhiệm về mọi dữ liệu định lượng trong bài thuyết trình của Lippmann. Khi có sự xuất hiện của Eugene, không ai có thể thắc mắc với Lippmann về các phương trình toán học hay dữ liệu của anh. Như Lippmann nói, "Làm sao mà một gã không biết nói tiếng Anh lại nói dối được cơ chứ?"

Còn có rất nhiều điều hơn thế. Lippmann mang đến rất nhiều các chi tiết thú vị: hành vi trong

quá khứ của các chủ nhà người Mỹ; sự ngu dốt và mục nát của các cơ quan xếp hạng, Moody's và S&P, những công ty vẫn giữ nguyên đánh giá xếp hạng BBB cho các trái phiếu dưới chuẩn dù chỉ cần các rổ cho vay mua nhà cơ sở lỗ 8% là chúng sẽ thành nợ xấu; sự gian lận phổ biến trong thị trường thế chấp; sự điên rồ của các nhà đầu tư thế chấp dưới chuẩn, một số lượng lớn những người này dường như sống ở Düsseldorf, Đức. "Bất cứ khi nào chúng tôi hỏi anh ta rằng ai đang mua đống tào lao này," Vinny nói, "anh ta chỉ nói, 'Düsseldorf.'" Cho dù Düsseldorf có đang mua các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn tiền mặt này hay đang bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp đó hay không cũng không quan trọng, bởi chúng đều dẫn đến cùng một điều: bên mua của cuộc cá cược.

Lippmann gợi ý Eisman có thể kiếm bộn tiền từ cuộc giao dịch. Một mặt, Lippmann trình bày về các thực tế của cuộc giao dịch; một mặt anh dò xét thái độ của Eisman.

Vừa để mắt đến Greg Lippmann vừa quan sát Steve Eisman, Vincent Daniel ngờ rằng căn phòng sắp nổ tung. Nhưng ngược lại, Steve Eisman không thể hiện bất cứ điểm gì cho thấy sự phản đối dù là yếu ớt về phía Greg Lippmann. Eisman thực sự chỉ có hai câu hỏi. Đầu tiên: Hãy nói lại cho tôi hợp đồng hoán đổi nợ xấu hoạt động thế quái nào? Thứ hai: Tại sao anh lại đề nghị tôi đánh cược chống lại trái phiếu do chính công ty anh tạo ra, và sắp xếp để các cơ quan xếp hạng đưa ra đánh giá sai lệch? "Trong suốt cuộc đời, tôi chưa từng thấy gã nào thuộc bên bán đến và nói, 'Hãy bán khống thị trường của tôi,'" Eisman nói. Lippmann thậm chí không phải một người bán trái phiếu; anh ta là một người giao dịch trái phiếu, người được kỳ vọng sẽ giữ những trái phiếu thế chấp dưới chuẩn này. "Tôi không có ý hồ nghi anh ta," Eisman nói. "Tôi chỉ không thể hiểu nổi anh ta. Vinny chắc chắn rằng anh ta sẽ làm điều chết tiệt gì đó với chúng tôi."

Eisman không gặp rắc rối nào khi đặt cược chống lại các thế chấp dưới chuẩn. Thực tế, anh hầu như không nghĩ việc này sẽ khiến anh thoải mái như ý nghĩ được đi ngủ mỗi đêm, có thể trong vòng 6 năm tới, vì biết rằng anh đã bán khống một thị trường tài chính mà anh hiểu rõ và biết chắc rằng một ngày nào đó nó sẽ phát nổ. "Khi anh ta bước vào và nói bạn có thể kiếm được tiền khi bán khống đám giấy tờ dưới chuẩn, nó giống như việc đặt một siêu mẫu khỏa thân trước mặt tôi," Eisman nói. "Tôi chỉ không thể hiểu tại sao anh ta muốn tôi làm điều đó." Hóa ra, câu hỏi đó lại thú vị hơn cả sự hồ nghi của Eisman.

Thị trường thế chấp dưới chuẩn đang tạo ra các khoản vay mới có giá trị khoảng 500 tỷ đô-la mỗi năm, nhưng vòng tròn những người phân phối lại rủi ro toàn bộ thị trường sụp đổ lại rất nhỏ. Khi nữ nhân viên kinh doanh của Goldman Sachs gọi cho Mike Burry và nói với anh rằng

công ty của cô rất vui khi được bán cho anh các hợp đồng hoán đổi nợ xấu theo từng lô trị giá 100 triệu đô-la, thì Burry đã đoán ngay ra rằng Goldman cuối cùng sẽ không đánh cược chống lại anh. Goldman sẽ không bao giờ ngu ngốc đến mức đánh cược một số tiền lớn vào việc hàng triệu người Mỹ không có khả năng thanh toán sẽ hoàn trả được các khoản vay mua nhà của họ. Anh không biết là ai, tại sao, hay bao nhiêu nhưng anh biết rằng một vài doanh nghiệp khổng lồ với mức xếp hạng AAA ngoài kia đang bán ra các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Chỉ có các doanh nghiệp xếp hạng AAA mới chịu được rủi ro như vậy, không cần bỏ tiền ra, và không cần phải hỏi gì. Burry cũng đã đúng về điều này, nhưng phải 3 năm nữa anh mới biết điều đó. Bên còn lại trong cuộc cá cược của anh chống lại các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn chính là công ty bảo hiểm xếp hạng AAA AIG – American International Group, Inc. Hay nói đúng hơn, là một đơn vị của AIG mang tên AIG FP.

AIG Financial Products được tạo ra vào năm 1987 bởi những người tị nạn từ bộ phận trái phiếu của Michael Milken tại Drexel Burnham, do một nhân viên giao dịch mang tên Howard Sosin dẫn đầu, người tuyên bố có một mô hình giao dịch và định giá các hợp đồng hoán đổi lãi suất tốt hơn nhiều. Vào những năm 1980, các đổi mới tài chính gây ra một loạt hậu quả, nhưng một trong số chúng là sự bùng nổ về số lượng các giao dịch giữa các công ty tài chính lớn mà buộc họ phải chấp nhận rủi ro tín dụng của nhau. Các hợp đồng hoán đổi lãi suất – trong đó một bên hoán đổi lãi suất thả nổi đổi lấy lãi suất cố định của bên còn lại – là một đổi mới như vậy. Đã có một thời gian, Chrysler phát hành một trái phiếu thông qua Morgan Stanley, và những người duy nhất phải hứng chịu rủi ro tín dụng chính là các nhà đầu tư đã mua trái phiếu của Chrysler. Chrysler có thể bán những trái phiếu đó đồng thời tham gia vào một hợp đồng hoán đổi lãi suất 10 năm với Morgan Stanley – và chỉ cần có thế, Chrysler và Morgan Stanley bị gắn kết với nhau. Nếu Chrysler bị phá sản, trái chủ của nó rõ ràng sẽ bị thua lỗ; tùy thuộc vào tính chất của từng hợp đồng hoán đổi và sự chuyển động của lãi suất mà Morgan Stanley cũng có thể bị thua lỗ theo. Nếu Morgan Stanley bị phá sản, Chrysler, cùng với bất cứ ai tham gia hợp đồng hoán đổi lãi suất với Morgan Stanley, sẽ bị liên lụy theo. Rủi ro tài chính thường xuất hiện bất thình lình, và nó hoặc là cần được giải thích một cách trung thực hoặc là cần được ngụy trang.

Một doanh nghiệp danh tiếng với xếp hạng tín dụng cao nhất sẽ mặc nhiên giữ vị trí trung tâm của các hợp đồng hoán đổi, các quyền chọn dài hạn và những đổi mới làm nảy sinh rủi ro khác. Đặc điểm cần thiết của doanh nghiệp này đó là nó không phải là một ngân hàng – và do đó không chịu tác động từ các quy định của ngân hàng, cũng như không phải dự trữ vốn để phòng ngừa cho các tài sản rủi ro – và rằng nó sẵn sàng và có khả năng che dấu các rủi ro kỳ lạ trong

bảng cân đối kế toán của mình. Ví dụ, nó có thể bảo hiểm 100 tỷ đô-la các khoản vay thế chấp dưới chuẩn mà không phải tiết lộ cho bất cứ ai về việc nó đã làm. Không nhất thiết công ty đó phải là AIG; nó có thể là bất cứ doanh nghiệp xếp hạng AAA nào có một bảng cân đối kế toán lớn. Ví dụ, Berkshire Hathaway hoặc General Electric. AIG chỉ xuất hiện đầu tiên.

Trong một hệ thống tài chính đang nhanh chóng tạo ra những rủi ro phức tạp, AIG FP đã trở thành gã khổng lồ nuốt chửng những rủi ro này. Trong những ngày đầu, dường như nó đã được trả tiền để bảo hiểm cho các sự kiện cực kỳ hiếm khi xảy ra. Thành công của nó đã tạo ra nhiều kẻ bắt chước: Zurich Re FP, Swiss Re FP, Credit Suisse FP, Gen Re FP ("Re" viết tắt cho Reinsurance – tái bảo hiểm). Tất cả những nơi này là trung tâm của những gì đã xảy ra trong hai thập kỉ qua; nếu không có chúng, những rủi ro mới được tạo ra sẽ không có chỗ để ẩn nấp và sẽ nằm chình ình trước mắt các cơ quan quản lý ngân hàng. Khi có khủng hoảng, những nơi này sẽ bị cuốn sạch bởi cơn buồn nôn xuất hiện do sự hiện diện của các rủi ro về tài chính phức tạp, nhưng có lúc, sự tồn tại của chúng dường như lại rất cần thiết đối với giới tài chính. AIG FP chính là mô hình điển hình cho chúng.

15 năm đầu tiên của bộ phận này sinh lời một cách đáng ngạc nhiên và đều đặn – không có dù chỉ là một dấu hiệu cho thấy nó có thể mang lại rủi ro dẫn nó đến sự thua lỗ về tiền bạc. Vào năm 1993, khi Howard Sosin rời đi, anh ta đã mang theo gần 200 triệu đô-la, phần của anh ta trong cái được coi là một cỗ máy kiếm tiền tuyệt vời. Vào năm 1998, AIG FP bước chân vào thị trường mới dành cho các hợp đồng hoán đổi nợ xấu doanh nghiệp: Nó bán bảo hiểm cho các ngân hàng nhằm phòng chống rủi ro vỡ nợ từ số lượng lớn các doanh nghiệp đại chúng ở điểm đầu tư. Hợp đồng hoán đổi nợ xấu đã được các nhân viên ngân hàng ở J.P. Morgan tạo ra, những người sau đó đã tìm kiếm các công ty xếp hạng AAA sẵn sàng bán chúng – và đã tìm thấy AIG FP. Thị trường bắt đầu một cách đủ ngây thơ theo các tiêu chuẩn của Phố Wall.

Một lượng lớn các công ty ở điểm đầu tư tại các quốc gia và các ngành công nghiệp khác nhau thực sự không thể vỡ nợ cùng lúc. Các hợp đồng hoán đổi nợ xấu nhằm bảo hiểm cho các rổ gồm những khoản vay như vậy do AIG FP bán ra được chứng minh là hoạt động kinh doanh không tồi. Vào năm 2001, AIG FP, hiện đang được điều hành bởi một anh chàng tên là Joe Cassano, có thể mang về 300 triệu đô-la/năm, hay 15% tổng lợi nhuận của AIG.

Nhưng rồi, vào đầu những năm 2000, thị trường tài chính đã chia mánh khóe buôn bán hấp dẫn này thành hai giai đoạn. Giai đoạn I là áp dụng một công thức mà được cho rằng có thể giải quyết rủi ro tín dụng doanh nghiệp lẫn rủi ro tín dụng tiêu dùng. Các ngân hàng từng thuê AIG FP bảo hiểm rất nhiều các khoản vay cho IBM và GE hiện còn nhờ nó bảo hiểm cho các khoản

vay hỗn độn hơn nhiều, gồm các khoản nợ thẻ tín dụng, các khoản cho vay sinh viên, các khoản vay mua ô tô, thế chấp chuẩn, cho thuê máy bay, và bất cứ thứ gì có thể tạo ra dòng tiền. Khi có nhiều loại khoản vay khác nhau, cho nhiều kiểu người khác nhau, thì logic vốn đã áp dụng cho các khoản vay doanh nghiệp cũng được áp dụng với chúng: Chúng đủ đa dạng đến mức không thể xấu đi cùng lúc.

Giai đoạn II, bắt đầu từ cuối năm 2004, nhằm thay thế các khoản vay sinh viên, các khoản vay mua ô tô và các khoản vay còn lại khác bằng các khoản vay thế chấp dưới chuẩn Hoa Kỳ. Trong một số lượng lớn "các khoản vay tiêu dùng" mà những công ty Phố Wall, dẫn đầu là Goldman Sachs, yêu cầu AIG FP bảo hiểm, ban đầu các thế chấp dưới chuẩn chỉ chiếm 2% nhưng sau đã lên đến 95%. Chỉ trong một vài tháng, AIG FP đã mua 50 tỉ đô-la các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB bằng cách bảo hiểm chống vỡ nợ cho chúng. Nhưng không ai nói bất cứ điều gì về việc này – không phải CEO Martin Sullivan của AIG, không phải chủ tịch của AIG FP, Joe Cassano, không phải nhân viên phụ trách bán các dịch vụ hoán đổi nợ xấu cho các công ty Phố Wall lớn tại chi nhánh Connecticut của AIG FP, Al Frost. Các giao dịch chỉ đơn giản là được tán thành vội vàng trong nội bộ AIG FP, và sau đó là bởi ban quản lý AIG. Tất cả mọi người có liên quan mặc nhiên cho rằng họ đã được trả các khoản phí bảo hiểm để chấp nhận một loại rủi ro tương tự như loại rủi ro họ phải hứng chịu trong gần một thập niên qua. Không phải vậy. Thực tế, giờ đây, họ là những chủ sở hữu trái phiếu thế chấp dưới chuẩn lớn nhất thế giới.

Greg Lippmann đã quan sát các đồng sự của mình tại Goldman Sachs khi họ tìm kiếm và khai thác bất cứ ai sẵn sàng bán một lượng lớn các bảo hiểm trái phiếu thế chấp dưới chuẩn giá rẻ và ngay lập tức đoán ra được danh tính của người bán. Lời đồn lan rất nhanh trong cái thế giới nhỏ bé của những người tạo ra và kinh doanh trái phiếu thế chấp dưới chuẩn: AIG FP hiện đang bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu về trái phiếu xếp hạng AAA chỉ với mức lãi suất 0,12%/năm. 12 điểm cơ bản! Lippmann không biết chính xác làm cách nào mà Goldman Sachs thuyết phục được AIG FP cung cấp cho thị trường các khoản vay thế chấp dưới chuẩn đang bùng nổ loại dịch vụ tương tự như cái nó đã cung cấp cho thị trường các khoản vay doanh nghiệp. Tất cả những gì anh biết đó là, trong cuộc chuyển giao nhanh chóng, Goldman đã tạo ra một loạt các giao dịch trị giá nhiều tỉ đô-la, từ đó chuyển giao cho AIG trách nhiệm đối với mọi thiệt hại trong tương lai từ 20 tỉ đô-la trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB. Thật không thể tin được: Để đổi lấy một vài triệu đô-la một năm, công ty bảo hiểm này đã chấp nhận rủi ro rất thực tế rằng 20 tỉ đô-la có thể đột nhiên biến mất. Các giao dịch với Goldman đã được thực hiện trong một vài tháng với nỗ lực của chỉ một vài chuyên viên máy tính trên một bàn giao dịch trái phiếu của Goldman và một nhân viên kinh doanh của Goldman tên là

Andrew Davilman, người sẽ sớm được đề đạt lên thành giám đốc quản lý nhờ sự cống hiến của mình. Các nhân viên giao dịch của Goldman đã ghi sổ khoản lợi nhuận nằm trong khoảng 1,5 tỉ đô-la đến 3 tỉ đô-la – ngay cả theo các tiêu chuẩn thị trường trái phiếu, thì đây cũng là một con số ngoạn mục.

Trong quá trình này, Goldman Sachs đã tạo ra một loại chứng khoán không rõ ràng và phức tạp đến mức các nhà đầu tư và các cơ quan xếp hạng vẫn mãi hiểu nhầm về nó: CDO được đảm bảo bằng trái phiếu thế chấp dưới chuẩn tổng hợp. Giống như các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, CDO được tạo ra nhằm phân phối lại rủi ro vỡ nợ trái phiếu chính phủ và trái phiếu doanh nghiệp, và hiện đang được dùng để che giấu rủi ro của các khoản vay thế chấp dưới chuẩn. Logic của nó y hệt như của các trái phiếu thế chấp ban đầu. Trong một trái phiếu thế chấp, bạn thu thập được hàng ngàn các khoản vay và với giả định rằng chúng khó có thể xấu đi cùng lúc, bạn tạo ra tháp trái phiếu, trong đó càng đi lên thì rủi ro và lợi nhuận càng giảm. Trong một CDO, bạn thu thập được hàng trăm trái phiếu thế chấp khác nhau – thường, là các tầng thấp hơn và rủi ro nhất trong tháp ban đầu – và dùng chúng để xây dựng một tháp trái phiếu hoàn toàn mới. Một người quan sát ngây thơ có thể đặt ra câu hỏi rằng, mục đích của việc sử dụng các tầng từ tháp nợ này đơn giản chỉ để tạo ra một tháp nợ khác là gì? Câu trả lời ngắn gọn là, chúng quá gần với mặt đất. Càng dễ bị lũ lụt bao nhiêu – thứ đầu tiên phải hứng chịu tổn thất – chúng càng phải chịu đánh giá thấp bấy nhiêu: BBB. Các trái phiếu xếp hạng BBB khó bán hơn các trái phiếu xếp hạng AAA nằm ở trên các tầng an toàn, cao hơn của tòa tháp.

Câu trả lời dài dòng là có thể thu về những khoản tiền lớn, nếu bằng cách nào đó, bạn có thể đánh giá lại chúng thành các trái phiếu xếp hạng AAA, từ đó, làm giảm rủi ro người ta nhận thức về chúng, tuy nhiên, đây là một cách không trung thực và hoàn toàn giả tạo. Đây chính là những gì Goldman Sachs đã khéo léo thực hiện. Giải pháp tiện lợi của họ – sớm sẽ trở thành của mọi người – cho vấn đề bán các tầng thấp hơn thật thần kỳ. Khi thu thập được 100 tầng trệt từ 100 tòa tháp thế chấp dưới chuẩn khác nhau (100 loại trái phiếu xếp hạng BBB khác nhau), họ thuyết phục các cơ quan xếp hạng rằng những trái phiếu này không phải giống hệt nhau như vẻ ngoài của chúng. Chúng là một danh mục đầu tư tài sản đa dạng! Điều này thật vô lý. 100 tòa tháp chịu cùng một trận ngập úng; trong trường hợp bị lũ, tất cả các tầng trệt của những tòa tháp này đều bị ảnh hưởng như nhau. Nhưng không sao cả: Các cơ quan xếp hạng nhận được các khoản phí hậu hĩnh từ Goldman Sachs và các công ty Phố Wall khác cho mỗi hợp đồng đánh giá, đã tuyên bố 80% tòa tháp mới là các khoản nợ AAA.

Thực tế, CDO là một dịch vụ rửa tín dụng cho các cư dân Mỹ có mức sống dưới trung bình. Đối với Phố Wall, nó là cỗ máy biến chì thành vàng.

Quay trở lại những năm 1980, mục đích ban đầu của các trái phiếu được đảm bảo bằng thế chấp là phân phối lại rủi ro gắn liền với hoạt động cho vay mua nhà có thế chấp. Các khoản cho vay mua nhà có thế chấp có thể tìm đường đến với các nhà đầu tư thị trường trái phiếu sẵn sàng trả giá cao nhất để có chúng. Lãi suất được chủ sở hữu nhà thanh toán do đó sẽ giảm. Tóm lại, mục tiêu của sự đổi mới là khiến thị trường tài chính trở nên hiệu quả hơn. Giờ đây, bằng cách nào đó, tinh thần sáng tạo tương tự đang được đưa ra sai mục đích: nhằm che dấu rủi ro bằng cách phức tạp hóa nó. Thị trường đang trả tiền cho các nhân viên giao dịch trái phiếu của Goldman Sachs để khiến thị trường trở nên kém hiệu quả hơn. Với mức lương lẹt đẹt và mức tiêu dùng bùng nổ, đa số những người dân Mỹ thiếu tiền mặt có nhu cầu vay nợ gần như vô hạn nhưng khả năng trả nợ lại không chắc chắn. Bằng việc giả định rằng một chồng các khoản vay thế chấp dưới chuẩn này sẽ chịu những tác động khác so với một chồng khác – rằng một trái phiếu thế chấp dưới chuẩn với các khoản vay tập trung chủ yếu ở Florida không giống như một trái phiếu thế chấp dưới chuẩn tập trung ở California – các kĩ sư đã tạo ra một ảo giác về sự an toàn. AIG FP đã coi ảo giác này là một thực tế.

Những người đã từng làm việc ở các bàn giao dịch trái phiếu thế chấp liên quan đến Goldman Sachs đều rất thông minh. Họ đều học hành xuất sắc ở trường và được vào các trường đại học thuộc nhóm Ivy League. Nhưng không cần bất cứ một dạng thiên tài nào mới thấy được khoản tiền lớn có được từ việc "rửa" các trái phiếu xếp hạng BBB thành các trái phiếu xếp hạng AAA. Việc cần đến thiên tài là tìm ra 20 tỉ đô-la trái phiếu xếp hạng BBB để "rửa". Trong tháp vay ban đầu – các trái phiếu thế chấp ban đầu – chỉ có một tầng mỏng duy nhất được xếp hạng BBB. Một tỉ đô-la các khoản vay mua nhà dở tệ có thể mang lại chỉ 20 triệu đô-la các tranche BBB dở tệ nhất. Nói theo cách khác: Để tạo ra một CDO một tỷ đô-la chỉ gồm các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB, bạn cần phải cho những người thật vay 50 tỉ đô-la tiền mặt. Việc này rất mất thời gian và công sức. Một hợp đồng hoán đổi nợ xấu thì không cần đến cả hai điều này.

Có nhiều cách để nghĩ về việc Mike Burry mua một tỉ đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu. Suy nghĩ đầu tiên là anh ta chỉ đang mua một hợp đồng bảo hiểm đơn giản và thậm chí vô hại. Đổi lại, Burry thanh toán phí bảo hiểm nửa năm một lần và nhận được sự bảo vệ phòng ngừa việc vỡ nợ các trái phiếu trị giá một tỉ đô-la. Anh có thể không nhận được đồng nào, nếu các trái phiếu xếp hạng BBB mà anh đã bảo hiểm được chứng minh là hoạt động hiệu quả, hoặc có thể nhận được một tỉ đô-la, nếu các trái phiếu này trở nên xấu đi. Nhưng tất nhiên, Mike Burry không sở hữu bất cứ một trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB nào, hay bất cứ thứ gì tương tự vậy. Anh không có tài sản nào để "bảo hiểm"; nó như thể anh đã mua bảo hiểm cháy

nổ cho một số khu ổ chuột có tiền sử bị cháy rụi. Với anh, cũng như với Steve Eisman, một hợp đồng hoán đổi nợ xấu không phải là một khoản bảo hiểm mà là một cuộc đặt cược mang tính đầu cơ chống lại thị trường – và đây là cách suy nghĩ thứ hai về điều này.

Cũng có cách nghĩ thứ ba về loại công cụ mới này dù hơi phức tạp: nó giống như một bản sao gần như hoàn hảo của trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Dòng tiền từ các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Mike Burry tái tạo dòng tiền từ trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB mà anh đã đặt cược chống lại. Khoản phí bảo hiểm 2,5%/năm mà Mike Burry đang phải trả cũng giống như khoản chênh lệch so với LIBOR mà các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB trả cho một nhà đầu tư thực sự. Hàng tỷ đô-la mà bất cứ ai từng bán cho Mike Burry các hợp đồng hoán đổi nợ xấu sẽ có thể bị mất khi các trái phiếu này xấu đi, cũng giống như những khoản lỗ tiềm tàng của một chủ sở hữu trái phiếu thực.

Khi Mike Burry mua một hợp đồng hoán đổi nợ xấu dựa trên trái phiếu dưới chuẩn của Long Beach Savings, anh tạo điều kiện cho Goldman Sachs có thể tạo ra một trái phiếu khác giống y hệt cái ban đầu ngoại trừ một khía cạnh: Không có các khoản vay mua nhà hay những người mua nhà thực. Chỉ có được và mất từ các cuộc đặt cược bên lề vào những trái phiếu này là thật.

Và vì vậy, để tạo ra 1 tỉ đô-la trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB, Goldman Sachs không cần phải khởi tạo 50 tỉ đô-la các khoản vay mua nhà. Họ chỉ cần lôi kéo Mike Burry, hay một số người bi quan về thị trường khác, chọn 100 trái phiếu xếp hạng BBB khác nhau và mua 10 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho từng trái phiếu. Khi họ có gói này (một "synthetic CDO"), họ sẽ chuyển nó cho Moody's và Standard & Poor's. "Các cơ quan xếp hạng này không thực sự có mô hình CDO riêng," một cựu nhân viên giao dịch CDO của Goldman nói. "Các ngân hàng sẽ gửi mô hình riêng của họ đến Moody's và nói, 'Nó trông như thế nào?'" Bằng cách nào đó, khoảng 80% các trái phiếu xếp hạng BBB đầy rủi ro bây giờ được xem như các trái phiếu hạng AAA. 20% còn lại, chịu các đánh giá tín dụng thấp hơn, nhìn chung rất khó bán, nhưng chúng cũng có thể được chất đống và xử lý lại một lần nữa thành các trái phiếu AAA. Cỗ máy biến 100% chì trở thành một loại quặng với 80% vàng và 20% chì sẽ chấp nhận số chì dư và cũng biến 80% trong số đó thành vàng.

Các chi tiết rất phức tạp, nhưng bản chất thực sự của cỗ máy kiếm tiền mới này không phải là: Nó biến rất nhiều khoản vay rủi ro thành một đống các trái phiếu, hầu hết trong số đó đều được xếp hạng AAA, sau đó, nó lấy những trái phiếu bị xếp hạng thấp nhất trong số trái phiếu còn lại và biến hầu hết số này thành các CDO AAA. Và sau đó – bởi nó không thể mở rộng các khoản vay mua nhà đủ nhanh để tạo ra đủ số lượng các trái phiếu được xếp hạng thấp hơn –

nên nó đã sử dụng các hợp đồng hoán đổi nợ xấu để tái tạo các trái phiếu tệ nhất hiện có, hết lần này đến lần khác. Goldman Sachs là cầu nối giữa Michael Burry và AIG. Michael Burry đã phải miễn cưỡng chi ra 250 điểm cơ bản (2,5%) để sở hữu các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu BBB dở nhất còn AIG chỉ phải trả 12 điểm cơ bản (0,12%) để bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho chính các trái phiếu này, được lọc qua một CDO tổng hợp và thành xếp hạng AAA. Có một vài chi tiết lộn xộn khác – một phần số chì được bán trực tiếp cho các nhà đầu tư người Đức ở Düsseldorf – nhưng khi màn bụi mờ lắng xuống, Goldman Sachs đã lấy khoảng 2% doanh thu, phí rủi ro và ghi sổ trước luôn toàn bộ lợi nhuận. Cả hai bên – mua và bán – đều không cần trao tay tiền mặt. Cả hai bên có thể giao dịch với Goldman Sachs bằng cách ký lên một mảnh giấy. Các khoản vay mua nhà có thế chấp ban đầu, thứ mà cả hai bên được đặt cược vào, không đóng bất cứ vai trò nào khác. Thật hài hước, chúng tồn tại chỉ để số phận của chúng bị đem ra cá cược.

Thị trường chứng khoán "tổng hợp" loại bỏ bất cứ sự hạn chế nào về quy mô của những rủi ro gắn liền với việc cho vay thế chấp dưới chuẩn. Để thực hiện một vụ đặt cược tỉ đô, bạn không cần phải tích lũy các khoản vay thế chấp thực trị giá một tỉ đô-la. Tất cả những gì bạn phải làm là tìm một ai đó trên thị trường sẵn sàng chấp nhận đứng ở phía bên kia vụ đặt cược.

Không có gì là lạ khi Goldman Sachs đột nhiên háo hức muốn bán cho Mike Burry các hợp đồng hoán đổi nợ xấu theo các lô khổng lồ trị giá 100 triệu đô-la, hay nhân viên giao dịch trái phiếu của Goldman Sachs trở nên thờ ơ một cách đáng ngạc nhiên với các loại trái phiếu dưới chuẩn mà Mike Burry đặt cược chống lại. Bảo hiểm mà Mike Burry đã mua được đưa vào một CDO tổng hợp và chuyển sang cho AIG. Khoảng 20 tỉ đô-la trong các hợp đồng hoán đổi nợ xấu được AIG bán cho Goldman Sachs đồng nghĩa với khoảng 400 triệu đô-la lợi nhuận không rủi ro sẽ vào túi Goldman Sachs hàng năm. Do các giao dịch sẽ kéo dài ngang bằng với các trái phiếu cơ sở, với dòng đời dự kiến khoảng 6 năm, nên mức lợi nhuận dành cho nhân viên giao dịch của Goldman là 2,4 tỉ đô-la.

Kĩ thuật mới nhất của Phố Wall nhằm thu lợi nhuận từ thị trường trái phiếu chắc chắn đã dấy lên một số câu hỏi. Tại sao những nhà buôn được cho là tinh tường ở AIG FP lại làm điều này? Nếu các hợp đồng hoán đổi nợ xấu là bảo hiểm, tại sao chúng không được quy định như bảo hiểm? Ví dụ, tại sao AIG không bị yêu cầu dự trữ vốn để đề phòng cho chúng? Tại sao Moody's và Standard & Poor's lại sẵn sàng đánh giá 80% rổ các khoản vay thế chấp rủi ro ở mức AAA ngang bằng với trái phiếu Kho bạc Mỹ? Tại sao không có ai trong nội bộ Goldman Sachs đứng lên và nói, "Đây là một việc làm bẩn thỉu. Các cơ quan xếp hạng, những người làm giá cuối cùng cho các khoản vay thế chấp dưới chuẩn này, lại không hiểu về rủi ro, và sự ngu dốt của họ đã

tạo ra một công thức cho thảm họa"? Rõ ràng không có câu hỏi nào trong những câu hỏi này nảy ra trong tâm trí của những người ở trong nội bộ thị trường nhanh như câu hỏi: Tôi có thể làm được những điều Goldman Sachs vừa mới làm bằng cách nào? Đặc biệt, Deutsche Bank cảm thấy có chút xấu hổ khi Goldman Sachs là người đầu tiên tìm ra điều này. Cùng với Goldman, Deutsche Bank dẫn đầu thị trường về việc tạo ra các hợp đồng phái sinh thế chấp khó hiểu. Düsseldorf đang giữ một vai trò nào đó trong thị trường mới này. Nếu có những người Đức ngu ngốc sẵn sàng mua các hợp đồng phái sinh thế chấp dưới chuẩn Hoa Kỳ, thì Deutsche Bank sẽ là công ty đầu tiên tìm thấy họ.

Greg Lippmann không mảy may quan tâm đến những điều này. Anh không quản lý hoạt động kinh doanh CDO của Deutsche Bank. Lippmann chỉ đơn thuần là một nhân viên giao dịch chịu trách nhiệm mua bán các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn và các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Nhưng do quá ít nhà đầu tư sẵn sàng đặt cược dứt khoát chống lại thị trường trái phiếu dưới chuẩn nên các sếp của Lippmann đã yêu cầu Lippmann "vì đại nghĩa diệt thân": giữ vị trí người đóng thế cho Mike Burry, và đặt cược dứt khoát chống lại thị trường. Nếu Lippmann mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu từ bộ phận CDO của Deutsche Bank, họ cũng có thể thực hiện các giao dịch tương tự với AIG, trước khi AIG choàng tỉnh và ngừng việc đó lại. "Greg bị buộc phải bán khống các CDO," một cựu thành viên cao cấp của nhóm CDO ở Deutsche Bank nói. "Tôi nói là 'bị buộc', nhưng thực ra bạn không thể buộc Greg làm bất cứ điều gì." Luôn tồn tại trò kéo co giữa những người quản lý các hoạt động CDO của công ty anh ta, nhưng Lippmann luôn tự thấy mình phải bán khống các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn với thái độ khó chịu.

Lippmann ít nhất cũng có một lý do tích cực đủ để kiềm chế bản thân không to tiếng: Có một thị trường lợi nhuận lớn đang chờ được tạo ra. Các thị trường tài chính chính là một bộ sưu tập của những tranh cãi. Thị trường càng kém minh bạch và các chứng khoán càng phức tạp, thì các bàn giao dịch tại các công ty lớn ở Phố Wall càng kiếm được nhiều tiền từ tranh cãi. Tranh cãi không dứt về giá trị của các cổ phần của một công ty đại chúng lớn nào đó hầu như không có giá trị, bởi cả người mua và người bán đều có thể thấy giá cổ phiếu hợp lý trên bảng giá chứng khoán, và hoa hồng của người môi giới bị đẩy xuống thấp do cạnh tranh. Tranh cãi về giá trị của các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn – một loại chứng khoán phức tạp có giá trị được lấy từ một loại chứng khoán phức tạp khác – có thể là cả một mỏ vàng. Nhà buôn duy nhất đang tạo ra những thị trường thực sự cho các hợp đồng hoán đổi nợ xấu là Goldman Sachs, vì thế, ngay từ khi bắt đầu, đã có rất ít cạnh tranh về giá. Nhờ AIG, nguồn cung gần như vô hạn. Vấn đề chính là phần cầu: các nhà đầu tư muốn thực hiện giao

dịch của Mike Burry. Thật khó tin là ở thời điểm quan trọng này trong lịch sử tài chính, mà sau đó có quá nhiều thay đổi diễn ra nhanh chóng, hạn chế duy nhất trong thị trường thế chấp dưới chuẩn chính là thiếu người sẵn sàng đặt cược chống lại nó.

Để bán cho các nhà đầu tư ý tưởng đặt cược chống lại trái phiếu thế chấp dưới chuẩn – tức là mua một chồng các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của anh – Greg Lippmann cần một tranh cãi mới và cao cấp hơn. Anh đề nghị Eugene Xu tìm hiểu về tác động của việc nâng giá nhà đất ở các khoản vay mua nhà thế chấp dưới chuẩn. Eugene Xu đã ra ngoài và làm bất cứ điều gì mà người thông minh thứ hai ở Trung Quốc làm, rồi cuối cùng quay trở lại với một biểu đồ minh họa tỉ lệ vỡ nợ trong các kịch bản giá nhà đất khác nhau: giá nhà đất tăng, giá nhà đất giữ nguyên, giá nhà đất giảm. Lippmann nhìn vào nó… và lại nhìn vào nó. Các con số đã khiến anh bàng hoàng. Chúng không cần phải sụp đổ; chúng chỉ cần thôi không tăng quá nhanh. Giá nhà đất vẫn đang tiếp tục tăng, thế nhưng tỉ lệ vỡ nợ đang ở mức 4%; chúng chỉ cần tăng tới 7% thôi là các trái phiếu ở điểm đầu tư thấp nhất, được xếp hạng BBB-, sẽ trở về 0. Nếu chúng tăng lên 8%, các trái phiếu xếp hạng thấp nhất tiếp theo, BBB, sẽ về 0.

Tại thời điểm đó – vào tháng 11 năm 2005 – Greg Lippmann nhận ra rằng anh không ngại sở hữu một đống các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Chúng không phải là bảo hiểm mà là canh bạc; và anh thích các tỷ lệ. Anh muốn bán khống chúng.

Điều này thật mới mẻ. Greg Lippmann đã kinh doanh các trái phiếu được bảo đảm bởi nhiều khoản vay tiêu dùng khác nhau – các khoản vay mua ô tô, các khoản vay thẻ tín dụng, các khoản vay giá trị chủ sở hữu nhà – kể từ năm 1991, khi anh tốt nghiệp Đại học Pennsylvania và làm việc tại Credit Suisse. Trước đây, anh chưa bao giờ có khả năng bán khống chúng bởi rất khó vay được chúng. Lựa chọn duy nhất của anh và mọi nhân viên giao dịch trái phiếu bảo đảm bằng tài sản khác là xem liệu mình thích chúng hay mình yêu chúng. Không có lý do gì để ghét chúng. Bây giờ anh có khả năng bán khống, và đã làm được. Nhưng việc ghét bỏ chúng khiến anh tách biệt với đám đông – và đối với Greg Lippmann, điều đó đại diện cho một rủi ro nghề nghiệp mới. Như anh nói với những người khác, “Nếu bạn đang ở trong một ngành mà bạn chỉ có thể làm một việc duy nhất thì dù cho nó không hiệu quả, thì ông chủ cũng khó có thể nổi điên với bạn.” Giờ đây, anh có thể làm nhiều hơn một việc, nhưng nếu anh đặt cược chống lại các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn và anh sai, thì các ông chủ sẽ rất dễ nổi điên với anh.

Greg Lippmann đã tự giới thiệu bản thân với những nhà đầu tư tổ chức. Anh có thể đã bắt đầu điều tra về thị trường thế chấp dưới chuẩn trên tinh thần của một nhân viên kinh doanh Phố Wall, tìm kiếm những lời rao hàng nghe đầy thuyết phục nhiều hơn là tìm kiếm sự thật. Nhưng

bây giờ, thật sốc, anh nghĩ mình đã có một kế hoạch tài tình để khiến khách hàng trở nên giàu có. Tất nhiên, anh sẽ bắt họ trả các khoản phí béo bở khi tham gia và thoát ra khỏi các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, nhưng những khoản phí này sẽ chả là gì so với khối tài sản họ chuẩn bị tạo ra. Anh không còn bán nữa; anh đang phân phát ân huệ.

Các nhà đầu tư tổ chức không biết thằng cha này bị làm sao, ít nhất là lúc đầu. “Tôi nghĩ hắn ta bị rối loạn nhân cách,” một nhà quản lý tiền tệ, người đã từng nghe lời rao hàng của Lippmann nhưng không thực hiện giao dịch của anh, nói. “Hắn lo sợ những thứ chết tiệt chẳng liên quan đến chúng tôi,” một người khác nói. “Hắn đến và miêu tả giao dịch tuyệt vời này. Nó rất có lý. Đối với chúng tôi, rủi ro là, chúng tôi làm điều đó, nó hiệu quả, sau đó thì sao? Chúng tôi làm sao để thoát ra ngoài? Hắn ta kiểm soát thị trường; chúng tôi chỉ có thể bán duy nhất cho hắn ta. Và hắn ta nói, ‘Các anh đừng hòng ra khỏi bể bơi đó nếu không có tôi, và khi các anh hỏi xin khăn tắm, tôi sẽ móc mắt các anh ra.’ Hắn ta đã nói vậy đấy và định móc mắt chúng tôi ra thật. Hắn ta thẳng như ruột ngựa.”

Họ thích nó nhưng sợ bị móc mắt. “Thứ chống lại Greg,” người quản lý quỹ này nói, “là sự thẳng thắn của anh ta.”

Lippmann phải đối mặt với những sự phản đối thông thường mà bất cứ một khách hàng trái phiếu Phố Wall nào cũng nói với nhân viên kinh doanh trái phiếu Phố Wall – Nếu đó là thương vụ hời, sao anh lại đưa nó cho tôi?– nhưng cũng có cả những sự phản đối khác thường nữa. Mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu đồng nghĩa với việc phải trả phí bảo hiểm trong nhiều năm do bạn phải chờ các chủ sở hữu nhà đất Mỹ vỡ nợ. Các nhà đầu tư thị trường trái phiếu, giống như các nhân viên giao dịch trái phiếu, theo bản năng, chống lại bất kỳ giao dịch nào mà họ phải trả tiền để được tham gia, và tìm kiếm các giao dịch có thể dễ dàng mang lại lợi nhuận cho họ. Họ ghét cay ghét đắng các loại giao dịch mà buộc phải trả hơn 2% mỗi năm chỉ để được tham gia. Các nhà đầu tư kiểu khác sẽ có những sự phản đối kiểu khác. “Tôi không thể giải thích về các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho những nhà đầu tư của tôi” là phản ứng thường thấy đối với những lời chào hàng của Greg Lippmann. Hay “Tôi có người anh họ đang làm việc tại Moody’s và anh ta nói thứ này [trái phiếu thế chấp dưới chuẩn] tốt lắm.” Hay “Tôi đã nói chuyện với Bear Stearns và họ nói rằng anh bị điên.”

Nhưng phản ứng phổ biến nhất của mọi nhà đầu tư khi nghe về lời biện luận của Lippmann đó là, “Tôi đã bị thuyết phục. Anh nói đúng. Nhưng công việc của tôi không phải là bán khống thị trường dưới chuẩn.”

“Đó là lý do vì sao cơ hội luôn tồn tại,” Lippmann sẽ đáp lại. “Đó không phải là công việc của ai

cả.”

Đó cũng không phải là việc của Lippmann. Anh chỉ muốn làm một “trạm thu phí,” nhận một chút từ người mua và người bán khi họ đi qua các sổ sách giao dịch của anh. Hiện anh đang ở trong một mối quan hệ ngoan cố và khác biệt đối với thị trường và sếp của mình. Có thể ban đầu, anh bị ép phải nhận vị thế bán khống, nhưng vào cuối năm 2005, anh đã làm chủ nó, và biến nó thành vị thế 1 tỉ đô-la. 16 tầng phía trên anh trong trụ sở tại Phố Wall của Deutsche Bank, hàng trăm nhân viên được trả lương cao đã mua các khoản vay thế chấp dưới chuẩn, đóng gói chúng lại thành trái phiếu và bán tháo chúng. Một nhóm khác thì đóng gói các tranche không thể bán được và tồi tệ nhất của những trái phiếu này, cũng như CDS cho các trái phiếu này thành CDO. Vị thế bán khống của Lippmann càng lớn, sự khinh miệt tiềm ẩn dành cho những người này và ngành công nghiệp của họ – một ngành công nghiệp đang nhanh chóng trở thành lĩnh vực kinh doanh có lợi nhuận nhất Phố Wall – càng cao. Chi phí hoạt động, hay các khoản phí bảo hiểm mà Lippmann trả, là hàng chục triệu đô-la mỗi năm, và khoản lỗ của anh ta trông còn lớn hơn. Người mua hợp đồng hoán đổi nợ xấu đồng ý trả các khoản phí bảo hiểm trong suốt vòng đời của trái phiếu thế chấp cơ sở. Vì vậy, miễn là các trái phiếu này vẫn đang được lưu hành , thì cả người mua và người bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu đều có nghĩa vụ phải thế chấp tài sản, để phản ứng với các biến động về giá. Thật đáng ngạc nhiên, giá cả của các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đang tăng lên. Trong vòng vài tháng, vị thế các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Lippmann bị buộc phải hạ xuống 30 triệu đô-la. Cấp trên liên tục yêu cầu anh phải giải trình về việc anh đang làm. “Rất nhiều người băn khoăn tự hỏi liệu đây có phải là cách sử dụng thời gian của Greg và tiền bạc của chúng tôi tốt nhất hay không,” một quan chức cao cấp của Deutsche Bank, người đã theo dõi cuộc xung đột ngày càng lên cao này, cho biết.

Không chịu khuất phục trước áp lực, Lippmann đã có ý tưởng khiến áp lực biến mất: Tiêu diệt thị trường mới này. AIG gần như là người mua duy nhất các CDO xếp hạng AAA (tức là, các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB được đóng gói lại thành các CDO xếp hạng AAA). Cuối cùng, AIG chính là bên còn lại bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu mà Mike Burry đang mua. Nếu AIG ngừng mua trái phiếu (hay, chính xác hơn, ngừng bảo hiểm vỡ nợ cho chúng), toàn bộ thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn có thể sụp đổ, và các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Lippmann có thể đáng giá cả một gia tài. Vào cuối năm 2005, Lippmann đã tới London để cố gắng thực hiện điều đó. Anh gặp một nhân viên AIG FP tên là Tom Fewings, người làm việc trực tiếp cho giám đốc của AIG FP, Joe Cassano. Lippmann đã giới thiệu phiên bản “Bán khống các tranche mezzanine giá trị chủ sở hữu nhà đất” và kéo Fewings vào các lập luận của mình.

Fewings không tỏ vẻ kịch kiệt phản đối, và Lippmann rời văn phòng AIG tại London với cảm giác rằng Fewings đã bị mình thuyết phục. Quả thật, ngay sau chuyến viếng thăm của Lippmann, AIG FP sẽ ngừng ngay việc bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu. Hơn thế: AIG FP đã nói bóng gió rằng họ có thể thực sự rất muốn mua một vài hợp đồng hoán đổi nợ xấu. Để dự phòng việc sẽ bán cho họ một vài hợp đồng, Lippmann đã tích lũy thêm.

Có lúc, Lippmann nghĩ rằng anh đã tự mình thay đổi cả thế giới. Anh đã bước vào AIG FP và cho họ thấy Deutsche Bank, cùng với mọi công ty Phố Wall khác, đang biến họ thành những kẻ ngốc như thế nào, và rồi họ sẽ hiểu ra mọi điều.

4. Làm thế nào để thu hoạch được từ một người nhập cư

Người đầu tiên ở trong nội bộ AIG FP nhận ra sự điên rồ trong hành vi của công ty mình, và gióng lên hồi chuông cảnh tỉnh không phải là Tom Fewings, người đã nhanh chóng quên đi cuộc gặp gỡ với Lippmann, mà là Gene Park. Park làm việc cho AIG FP tại chi nhánh Connecticut và ngồi đủ gần với các nhân viên giao dịch hợp đồng hoán đổi nợ xấu để hiểu một cách khái quát những gì họ đang làm. Vào giữa năm 2005, anh đọc một câu chuyện trên trang bìa của Wall Street Journal về nhà cho vay thế chấp New Century. Anh chú ý đến mức cổ tức cao của công ty này và tự hỏi liệu anh có nên mua một vài cổ phiếu của nó hay không. Tuy nhiên, khi tìm hiểu sâu hơn về New Century, Park nhận thấy họ sở hữu tất cả các khoản thế chấp dưới chuẩn – và qua các báo cáo của họ, anh nhận thấy chất lượng của những khoản cho vay này xấu đến đáng sợ. Sau khi tự điều tra về New Century, Park đã nhận được điện thoại từ một người bạn học cũ. Người bạn không nghề nghiệp, không một xu dính túi này đã được ngân hàng mời chào các khoản vay để mua một ngôi nhà mà anh ta không thể chi trả. Đó là lúc Park hiểu ra tất cả. Cùng lúc đó, một đồng nghiệp của anh, Al Frost, đang công bố các giao dịch mua bán hợp đồng hoán đổi nợ xấu với các công ty lớn ở Phố Wall, và anh nhận thấy rằng chúng đang được thực hiện với một tốc độ mới. Một năm trước, Frost chỉ có thể thực hiện một vụ giao dịch 1 tỉ đô-la mỗi tháng; nhưng hiện anh đang thực hiện khoảng 20 giao dịch, tất cả đều bảo hiểm cho những chồng các khoản vay tiêu dùng được cho là đã được đa dạng hóa. "Chúng tôi đang thực hiện mọi giao dịch với mọi công ty Phố Wall, ngoại trừ Citigroup," một nhân viên giao dịch nói. "Citigroup ưa rủi ro, và quyết định giữ chúng trên sổ sách của họ. Phần còn lại chúng tôi lấy tất." Khi các nhân viên giao dịch hỏi Frost tại sao Phố Wall lại đột nhiên quá háo hức muốn làm ăn với AIG, thì như một người nói, "anh ta sẽ giải thích rằng họ thích chúng ta bởi chúng ta có thể hành động nhanh gọn." Từ những thông tin thu thập được, Park đoán rằng bản chất của các khoản vay tiêu dùng được AIG FP bảo hiểm này đang thay đổi, rằng chúng chứa đựng số lượng thế chấp dưới chuẩn nhiều hơn sự hiểu biết của bất kỳ ai, và rằng nếu các chủ sở hữu nhà đất Hoa Kỳ bắt đầu vỡ nợ với số lượng lớn, AIG sẽ không có đủ số vốn cần thiết để bù lỗ, nếu không muốn nói là thiếu rất nhiều. Khi anh trình bày điều này trong cuộc họp, anh đã bị Joe Cassano kéo vào phòng riêng, hét vào mặt anh rằng anh có biết mình đang nói cái gì không.

Nhìn lại mới thấy, việc Joe Cassano, ông chủ của AIG FP, là con trai của một sĩ quan cảnh sát và

từng học chuyên ngành khoa học chính trị tại Đại học Brooklyn có vẻ ít liên quan hơn nhiều so với nhu cầu cần sự kiểm soát và tuân thủ hoàn toàn của ông. Trong phần lớn sự nghiệp, đầu tiên là ở Drexel Burnham và sau đó đến AIG FP, ông không làm một nhân viên giao dịch trái phiếu mà là làm công việc hậu cần. Tại AIG FP, quan điểm của sếp luôn nhất quán: Cassano là gã có dự cảm "khá non" về các rủi ro tài chính nhưng lại có tài "át vía" những người nghi ngờ mình. "AIG FP là một thể chế độc tài," một nhân viên giao dịch ở London nói. "Joe sẽ bắt nạt mọi người xung quanh. Ông ta sẽ khiến họ bẽ mặt và sau đó cố gắng đền bù cho họ bằng cách đưa họ cả đống tiền."

Cassano có thể giáng cơn tức giận của mình trực diện vào cả những nhân viên giao dịch sinh lợi lẫn không sinh lời, vì cơn tức giận bị kích hoạt không phải bởi những thua lỗ về tài chính mà bởi sự manh nha của các cuộc nổi dậy. Kỳ quặc hơn, cơn tức giận của ông ta không ảnh hưởng rõ ràng đến tiền lương của người phải hứng chịu cơn tức giận đó; một nhân viên giao dịch có thể vừa thường xuyên bị ông chủ bóc lột vừa vui mừng trước khoản tiền thưởng cuối năm, được quyết định bởi chính ông chủ đó. Lý do mà không nhân viên giao dịch nào ở AIG FP đấm vào mặt Joe Cassano trước khi bước ra khỏi cửa là tiền lương ở đây quá hậu hĩnh. Một người coi trọng sự trung thành và tuân phục trên tất thảy mọi đặc điểm khác sẽ không có công cụ chỉ huy nào khác ngoài tiền. Tiền đúng là một công cụ để quản lý, nhưng chỉ đến một mức độ nào đó thôi. Nếu bạn giao dịch với Goldman Sachs, bạn nên biết chính xác Goldman Sachs định làm gì. AIG FP có thể thu hút được những người vô cùng thông minh có khả năng bắt kịp các đồng nghiệp của họ ở Goldman Sachs. Tuy nhiên, họ bị cầm tù bởi một ông chủ không hiểu hết các sắc thái của doanh nghiệp mình và có những phán đoán luôn bị hạn chế bởi sự bất an.

Đến cuối năm 2005, Cassano thăng chức cho Al Frost, sau đó tìm người thay thế ở vị trí đại sứ tại các bàn giao dịch trái phiếu của Phố Wall. Trên thực tế, công việc này chỉ là nói "có" bất cứ khi nào một nhân viên giao dịch ở Phố Wall hỏi anh ta rằng liệu anh ta có muốn bảo hiểm – và vì thế, trên thực tế, mua – một chồng các trái phiếu trị giá 1 tỷ đô-la được bảo đảm bởi các khoản vay tiêu dùng hay không. Bởi vài lý do, Gene Park là một ứng cử viên tiềm năng, và vì thế, anh quyết định kiểm tra kỹ càng hơn những khoản vay mà AIG FP đang bảo hiểm. Mức độ hiểu nhầm đã khiến anh bàng hoàng: Những khoản khoản vay tiêu dùng được cho là được đa dạng hóa hiện tại gồm gần như toàn bộ các khoản thế chấp dưới chuẩn Mỹ. Park đã tiến hành điều tra cá nhân. Anh hỏi những người trực tiếp liên quan đến quyết định bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các khoản vay tiêu dùng để xem bao nhiêu phần trăm trong các khoản vay này là thế chấp dưới chuẩn. Gary Gorton, một giáo sư Đại học Yale, người đã xây dựng mô hình mà Cassano dùng để định giá các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, đoán rằng dưới chuẩn chiếm

không quá 10%. Một nhà phân tích rủi ro ở London đoán là 20%. “Không một ai trong số họ biết rằng đó là 95%,” một nhân viên giao dịch nói. “Và tôi chắc chắn rằng Cassano cũng không biết.” Khi nhìn lại, sự thiếu hiểu biết của họ thật khó tin – nhưng, sau đó, toàn bộ hệ thống tài chính được giả định trên sự thiếu hiểu biết của họ, và đang trả tiền cho họ vì tài năng này.

Đến khi Joe Cassano mời Gene Park tới London để dự một cuộc họp mà ở đó, anh sẽ được “thăng chức” lên vị trí tạo ra thêm những quả bom hẹn giờ này, Park biết rằng mình không muốn vị trí đó. Nếu bị ép phải nhận, anh nói, anh sẽ bỏ việc. Đương nhiên, việc này sẽ khiến Joe Cassano nổi đóa. Ông ta sẽ buộc tội Park là kẻ lười biếng, huyễn hoặc nên những lý do để không phải thực hiện các giao dịch mà yêu cầu các thủ tục giấy tờ phức tạp. Đối mặt với một thực tế mới – rằng công ty của anh đang giữ 50 tỉ đô-la trái phiếu thế chấp dưới chuẩn BBB được làm giả thành các rổ vay tiêu dùng đã được đa dạng hóa AAA – lúc đầu, Cassano đã tìm cách hợp lý hóa nó. Theo ông, bất cứ đồng tiền nào ông ta nhận được khi bán bảo hiểm vỡ nợ cho các trái phiếu xếp hạng cao đều là tiền miễn phí. Ông ta nói, để các trái phiếu bị vỡ nợ, giá nhà đất Mỹ phải giảm, và Joe Cassano không tin giá nhà đất có thể giảm cùng lúc ở mọi nơi trên nước Mỹ. Hơn nữa, Moody’s và S&P đều xếp hạng AAA cho thứ này!

Tuy nhiên, Cassano vẫn đồng ý gặp gỡ tất cả các công ty lớn ở Phố Wall và thảo luận về tính logic của các giao dịch – để điều tra xem một loạt các khoản vay rủi ro cao có thể được chuyển đổi thành trái phiếu loại AAA như thế nào. Cùng với Gene Park và một vài người khác, ông đã tiến hành hàng loạt các cuộc gặp mặt với các nhân viên giao dịch tại Deutsche Bank, Goldman Sachs và những công ty còn lại, tất cả họ đều cho rằng giá nhà đất không thể giảm cùng lúc. Các nhân viên giao dịch của AIG FP có mặt ở đó đã bị sốc trước việc gần như không có suy nghĩ hay phân tích nào có thể dùng làm cơ sở cho bộ máy thế chấp dưới chuẩn: Người ta chỉ đơn giản đặt cược rằng giá nhà đất sẽ không bao giờ giảm. Một khi ông ta hiểu ra điều này, và một khi ông ta có thể diễn giải nó theo quan niệm riêng của mình, Joe Cassano đã thay đổi quyết định. Vào đầu năm 2006, ông ta đã công khai đồng ý với Gene Park: AIG FP không nên bảo hiểm thêm bất cứ giao dịch nào kiểu này nữa – mặc dù họ sẽ tiếp tục bảo hiểm cho những khoản họ đã bảo hiểm.

Vào thời điểm đó, quyết định này dường như không có vẻ là một sự việc lớn đối với AIG FP. Bộ phận này vẫn đang tạo ra lợi nhuận gần 2 tỉ đô-la mỗi năm. Ngay cả vào lúc đỉnh điểm thì toàn bộ ngành kinh doanh hoán đổi nợ xấu cũng chỉ đóng góp 180 triệu đô-la trong số đó. Cassano đã rất khó chịu với Park, và dần thay đổi suy nghĩ, có vẻ chủ yếu là do Park dám cãi lại ông.

Nhân viên giao dịch duy nhất ở Phố Wall cố gắng thuyết phục AIG FP ngừng đặt cược vào thị

trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đã không được chứng kiến bất cứ hoạt động chính trị nội bộ nào trong số này. Greg Lippmann cho rằng lập luận của anh đã chiến thắng họ – cho đến khi hóa ra không phải vậy. Anh không bao giờ hiểu tại sao AIG FP đã chịu thay đổi nhưng vẫn để cho chính nó phải gặp quá nhiều rủi ro. Nó không còn bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho Phố Wall nhưng cũng không làm gì để bù lại 50 tỉ đô-la giá trị nó đã bán ra.

Theo Lippmann, ngay cả như thế vẫn có thể khiến cho thị trường sụp đổ. Anh nghĩ, nếu AIG FP từ chối đảm nhận vai trò bên mua trong giao dịch, sẽ không ai đảm nhận vị trí đó, và thị trường thế chấp dưới chuẩn sẽ đóng cửa. Nhưng – và đây là sự khởi đầu của một bí ẩn lớn – thị trường gần như không suy chuyển. Các công ty Phố Wall đã tìm ra những người mua mới các CDO dưới chuẩn xếp hạng AAA – những vùng đất mới để nhồi nhét những tranche trái phiếu thế chấp dưới chuẩn BBB rủi ro nhất – dù có lúc không rõ những người này là ai, thậm chí Greg Lippmann cũng không rõ.

Cỗ máy thế chấp dưới chuẩn kêu lên ầm ĩ. Các khoản vay cho những người có thực ngày càng trở nên dở tệ, nhưng, kỳ lạ thay, giá bảo hiểm cho chúng – giá mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu – lại giảm. Vào tháng 4 năm 2006, cấp trên của Lippmann tại Deutsche Bank yêu cầu anh phải giải trình cho canh bạc viển vông của mình. Họ muốn anh kiếm tiền chỉ bằng cách ngồi ở trung tâm của thị trường mới này, như Goldman Sachs đã làm, bắc cầu giữa người mua và người bán. Họ đã đi đến một thỏa thuận: Lippmann có thể giữ vị thế bán khống đắt đỏ của mình miễn là anh chứng minh được rằng, nếu anh phải bán nó, chắc chắn sẽ có nhà đầu tư nào đó sẵn sàng đón lấy nó từ tay anh trong một thời gian ngắn. Nghĩa là, anh cần phải thúc đẩy một thị trường các hợp đồng hoán đổi nợ xấu năng động hơn; nếu anh muốn giữ cuộc cá cược của mình, anh phải tìm ra những người khác cùng tham gia vào đó với anh.

Vào mùa hè năm 2006, Greg Lippmann nảy ra một ý tưởng mới: một trận kéo co. Toàn bộ cỗ máy cho vay thế chấp dưới chuẩn – bao gồm cả ngân hàng của anh, Deutsche Bank – sẽ kéo một đầu sợi dây, trong khi anh, Greg Lippmann, nắm đầu dây còn lại. Anh cần những người khác cùng tham gia với mình. Tất cả họ sẽ kéo cùng nhau. Các đồng đội của anh sẽ phải trả phí để được tham gia cùng anh, nhưng họ sẽ thắng lớn.

Lippmann nhanh chóng phát hiện ra rằng những người anh hy vọng nhiều nhất sẽ nhìn ra sự thật xấu xí của thị trường thế chấp dưới chuẩn – những người điều hành các quỹ chuyên về giao dịch trái phiếu thế chấp – là những người ít có khả năng nhất trong việc thấy được bất cứ thứ gì ngoài những gì họ đã thấy trong nhiều năm. Đây là một sự thật lạ lùng nhưng hoàn toàn đúng đắn: Bạn càng tiến sâu vào thị trường bao nhiêu, bạn càng khó để cảm nhận sự điên rồ

của nó bấy nhiêu. Nhận ra điều này, Lippmann đã tìm kiếm các nhà đầu tư cổ phiếu, những người phải chịu nhiều tổn thất nếu giá nhà đất hoặc giá cổ phiếu nhà đất giảm, và cho họ thấy ý tưởng của anh là một sự phòng hộ. Hãy nhìn xem, các anh sẽ kiếm được một món hời khi thứ này tiếp tục tăng. Tại sao không bỏ ra một chút để phòng khi nó sụp đổ? Sự tham lam đã không có tác dụng, vì thế anh thử dùng nỗi sợ hãi. Anh thu thập một danh sách các cổ đông lớn ở New Century, một công ty cho vay dưới chuẩn lớn. Nổi bật trong danh sách là một quỹ phòng hộ mang tên FrontPoint Partners. Anh gọi điện cho một nhân viên bán hàng của Deutsche Bank có liên quan để sắp xếp một cuộc gặp. Nhân viên bán hàng đó đã không biết rằng có nhiều hơn một quỹ phòng hộ ở FrontPoint – đó không phải là một quỹ duy nhất, mà là một tập hợp các quỹ phòng hộ được quản lý một cách độc lập – và rằng quỹ mà mua cổ phiếu New Century chỉ là một nhóm nhỏ nằm ở Bờ Tây.

Khi Greg Lippmann xuất hiện ở phòng họp của Steve Eisman ở Manhattan, Eisman đã khiến anh bất ngờ khi nói, "Chúng tôi không phải là những người ở FrontPoint mua cổ phiếu của New Century. Chúng tôi là những người FrontPoint bán khống các cổ phiếu của New Century." Eisman đã đặt cược chống lại cổ phiếu của các công ty, ví dụ như New Century và IndyMac Bank, vốn tạo ra các khoản vay dưới chuẩn, cùng với các công ty xây dựng nên những căn nhà được mua bằng các khoản vay đó, như là Toll Brothers. Những vụ đặt cược này không hoàn toàn thỏa mãn bởi chúng không phải là những vụ đặt cược chống lại các công ty mà là chống lại cảm tính của thị trường về các công ty. Ngoài ra, chi phí duy trì những vụ đặt cược này rất đắt đỏ. Các công ty này trả cổ tức cao và cần rất nhiều tiền để vay được cổ phiếu của họ: Ví dụ, New Century, trả cổ tức 20%, và cần phải trả 12% một năm để vay được cổ phiếu của nó. Để bán khống được số cổ phiếu trị giá 100 triệu đô-la của New Century, Steve Eisman đã phải trả 32 triệu đô-la mỗi năm.

Trong quá trình tìm kiếm các nhà đầu tư cổ phiếu mà có lẽ chính anh cũng sợ hãi kịch bản Ngày Tận Thế của mình, Lippmann đã gặp may: Anh đã vô tình gặp được một nhà đầu tư cổ phiếu có tầm nhìn thậm chí còn đen tối hơn về thị trường thế chấp dưới chuẩn. Eisman biết rõ thị trường đó, các đặc tính và hành động suy đồi của nó hơn bất cứ ai mà Lippmann đã từng nói chuyện. Anh nghĩ, nếu có ai thực hiện một vụ đặt cược ấn tượng chống lại dưới chuẩn, người đó chính là Eisman – và vì thế anh đã bối rối khi Eisman không làm vậy. Anh càng bối rối hơn, khi một vài tháng sau, nhân viên giao dịch hàng đầu mới của Eisman, Danny Moses, và chuyên gia nghiên cứu của anh ta, Vinny Daniels, đã yêu cầu anh trở lại và giải thích điều đó một lần nữa.



Vấn đề đối với những người có tính tư lợi rõ ràng đó là mức độ lợi ích của họ không bao giờ rõ

ràng. Danny đã không tin Lippmann ngay từ cái nhìn đầu tiên. "Tên Lippmann chết tiệt," anh gọi Lippmann như vậy, trong câu, "Tên Lippmann chết tiệt không bao giờ nhìn thẳng vào mắt chúng tôi khi nói chuyện. Điều đó khiến tôi khó chịu." Vinny không tin Deutsche Bank để gã này thoải mái chạy đi khắp nơi và bắn ngư lôi vào thị trường của họ trừ khi điều đó phục vụ cho những lợi ích hạn hẹp của Deutsche Bank. Với Danny và Vinny, Greg Lippmann là một vật thế thân biết đi của thị trường trái phiếu, ám chỉ rằng anh ta được sinh ra trên trái đất chỉ để lừa đảo khách hàng.

Danny và Vinny gọi 3 lần trong nhiều tháng và Lippmann đều quay trở lại – và chỉ riêng thực tế này đã nâng cao sự nghi ngờ của họ về anh. Anh ta không lái xe từ tận Phố Wall đến Midtown chỉ để thúc đẩy hòa bình thế giới. Thế sao anh ta lại có mặt ở đây? Lần nào cũng vậy, Lippmann nói rất nhanh, còn Danny và Vinny sẽ nhìn chằm chằm trong kinh ngạc. Các cuộc gặp gỡ của họ đều có mùi câu đố văn học hậu hiện đại: Câu chuyện nghe rất đúng ngay cả khi người kể chuyện dường như không mấy đáng tin cậy. Có lúc trong mỗi phiên họp, Vinny sẽ ngắt lời anh ta để hỏi, "Greg, tôi rất muốn biết tại sao anh lại có mặt ở đây." Đây là dấu hiệu cho thấy Lippmann sắp phải hứng chịu trận câu hỏi kết tội liên tiếp:

Nếu đó là một ý tưởng tuyệt vời như vậy, sao anh không bỏ việc ở Deutsche Bank để thành lập một quỹ phòng hộ và làm giàu cho mình?

Tôi phải mất 6 tháng để thành lập một quỹ phòng hộ. Thế giới có thể nhận ra sự điên rồ này vào ngay tuần sau. Tôi phải thích nghi với hoàn cảnh.

Nếu đó là một ý tưởng tuyệt vời như vậy, sao anh lại trao nó cho chúng tôi?

Tôi không cho bất cứ thứ gì. Nguồn cung là vô tận.

Đúng vậy. Nhưng sao anh phải bận tâm đến việc nói cho chúng tôi biết?

Tôi sẽ tính phí cho các anh. Tôi cũng phải trả hóa đơn tiền điện chứ.

Đây là trò chơi có tổng bằng 0. Thế ai ở phía còn lại? Ai là kẻ ngốc?

Düsseldorf. Những gã người Đức ngu ngốc. Họ quá coi trọng các cơ quan xếp hạng. Họ tin vào các quy tắc.

Tại sao Deutsche Bank lại để anh phá hoại thị trường mà họ giữ vị trí trung tâm?

Tôi không có ràng buộc nhiều với Deutsche Bank…Tôi chỉ đơn thuần là làm việc ở đó.

Nhảm nhí. Họ trả tiền cho anh. Làm thế nào chúng tôi biết những người đang điều hành cỗ máy CDO của các anh không lợi dụng sự nhiệt tình của anh để bán khống thị trường của chính các anh nhằm lợi dụng chúng tôi?

Anh đã từng gặp người nào điều hành cỗ máy CDO của chúng tôi chưa?

Có lúc, Danny và Vinny giả vờ rằng họ đang tìm kiếm thông tin mới về các hợp đồng hoán đổi nợ xấu và các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Họ hy vọng gã này có thể lỡ lời khẳng định rằng anh ta thực sự là kẻ lừa lọc rác rưởi ở Phố Wall đúng như họ nhận định. "Chúng tôi đang cố tìm ra vị trí phù hợp với mình trong thế giới này," Vinny nói. "Tôi không tin anh ta cần chúng tôi bởi anh ta sở hữu quá nhiều thứ này. Vậy sao anh ta lại làm việc này?" Về phía Lippmann, anh cảm thấy mình như một nhân chứng đang bị thẩm vấn: Những gã này đang tìm cách làm tổn thương anh. Một vài tháng sau, anh mang ý tưởng trình bày với Phil Falcone, người điều hành một quỹ phòng hộ khổng lồ mang tên Harbinger Capital. Falcone sẽ mua hàng tỉ đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu gần như ngay tại chỗ. Kiến thức về thị trường thế chấp dưới chuẩn của Falcone chỉ bằng 1/10 so với những gã này, nhưng Falcone tin tưởng Lippmann còn những gã kia thì không. Trong cuộc gặp gỡ cuối cùng giữa họ, Vinny cuối cùng đã nói thẳng. "Greg," anh nói. "Đừng hiểu sai việc này. Tôi chỉ đang cố tìm hiểu xem anh định làm điều chết tiệt gì với tôi."

Thực sự, họ chưa bao giờ chấm dứt việc cân nhắc về con người Greg Lippmann. Thay vào đó, họ bị gián đoạn bởi hai tin tức khẩn cấp. Đầu tiên là vào tháng 5 năm 2006: Standard & Poor's công bố kế hoạch thay đổi mô hình đánh giá trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Mô hình sẽ thay đổi vào ngày 1 tháng 7 năm 2006 như đề cập trong thông báo, nhưng tất cả các trái phiếu dưới chuẩn đã được phát hành trước ngày đó vẫn được xếp hạng theo mô hình cũ ít nghiêm ngặt hơn. Ngay lập tức, việc tạo ra các trái phiếu dưới chuẩn gia tăng mạnh mẽ. Vinny nói, "Họ đang tìm đủ mọi cách nhằm đưa ra càng nhiều thứ rác rưởi này càng tốt để chúng được xếp hạng theo mô hình cũ." Nỗi sợ hãi về cơ sở đánh giá mới hơn và tốt hơn cho thấy rằng ngay cả các công ty lớn ở Phố Wall cũng biết rằng các trái phiếu họ đang tạo ra đã được đánh giá quá cao.

Tin tức còn lại liên quan đến giá nhà đất. Eisman thường xuyên nói chuyện với một nhà phân tích thị trường nhà đất ở Credit Suisse tên là Ivy Zelman. Zelman cho rằng, phương pháp sáng suốt đơn giản để đo lường giá nhà đất là tỉ lệ giá nhà ở trung vị so với thu nhập. Từ trước đến nay tại Mỹ, tỉ lệ này rơi vào khoảng 3:1; đến cuối năm 2004, nó tăng lên 4:1 trên toàn nước Mỹ. "Tất cả những người này đều đang nói rằng tỷ lệ này cao tương đương so với một vài các nước khác," Zelman nói. "Nhưng vấn đề không phải chỉ đơn thuần là 4:1. Ở Los Angeles, tỷ lệ này là

10:1; ở Miami là 8,5:1. Và hãy gắn tỷ lệ đó với những người mua, họ không hẳn là những người mua thực sự mà là những nhà đầu cơ." Số lượng biển báo "Cần bán" (For Sale) mọc lên rất nhanh vào khoảng giữa năm 2005 và không bao giờ dừng lại. Vào mùa hè năm 2006, chỉ số Case-Shiller về giá nhà đất đạt đỉnh, và giá nhà đất trên toàn nước Mỹ bắt đầu giảm. Trong cả năm, chúng giảm 2% trên khắp nước Mỹ.

Cả hai tin tức – tăng các tiêu chuẩn xếp hạng hay giảm giá nhà đất – đáng ra đều phải phá vỡ thị trường trái phiếu dưới chuẩn và khiến giá bảo hiểm cho các trái phiếu này gia tăng. Nhưng thay vào đó, giá bảo hiểm các trái phiếu này lại giảm. Giá bảo hiểm cho các tranche trái phiếu thế chấp dưới chuẩn BBB dở nhất hiện chưa đến 2%/năm. "Cuối cùng, chúng ta cũng đã thực hiện một giao dịch với Lippmann," Eisman nói. "Sau đó, chúng tôi cố hiểu những gì chúng tôi đã làm."

Khoảnh khắc họ thực hiện xong giao dịch đầu tiên của mình, họ đã được đưa vào danh sách e-mail dài và ngày càng dài của Greg Lippmann. Cho đến tận khi sụp đổ, Lippmann sẽ rắc cho họ những lời cổ động về thị trường nhà đất, và ý kiến của riêng anh về việc khách hàng nên đặt cược chống lại các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn nào. "Bất cứ khi nào Lippmann đưa giấy cho chúng tôi, Vinny và tôi đều nhìn nhau và nói không," Danny Moses nói. Họ nghe theo lời khuyên của Lippmann, nhưng chỉ đến một mức nào đó. Họ vẫn không biết đến khi nào mới có thể tin tưởng bất cứ ai trong bộ phận trái phiếu của Phố Wall; dù sao, việc đánh giá các trái phiếu riêng lẻ cũng là việc của họ chứ không phải của Lippmann.

Về lý thuyết, Michael Burry tập trung vào cấu trúc của các khoản vay, và đặt cược vào các rổ có mật độ cao các khoản vay mà anh tin là được thiết kế ra để thất bại. Eisman và các cộng sự của anh tập trung chủ yếu vào những người đang đi vay và cho vay. Thị trường dưới chuẩn khai thác một phân khúc dân số Mỹ không liên quan đến Phố Wall: Tranche có xếp hạng tín dụng trong khoảng phân vị phần trăm thứ 5 đến phân vị phần trăm thứ 29. Tức là, những người cho vay đang cung cấp các khoản vay cho người có ít khả năng chi trả hơn 71% dân số còn lại. Ai trong số những người Mỹ nghèo này có thể chọn cách nào để giải quyết tình hình tài chính của họ? Giá nhà đất của họ cần phải giảm xuống bao nhiêu để các khoản vay của họ nổ tung? Những nhà khởi tạo thế chấp nào thối nát nhất? Các công ty Phố Wall nào đang tạo ra nhiều nhất những trái phiếu thế chấp lừa đảo? Những kiểu người nào, ở vùng nào của nước Mỹ, thể hiện sự vô trách nhiệm về tài chính cao nhất? Tỉ lệ vỡ nợ ở Georgia cao gấp 5 lần so với Florida, mặc dù hai bang này có tỉ lệ thất nghiệp giống nhau. Tại sao? Indiana có tỉ lệ vỡ nợ là 25%; California, chỉ 5%, dù người California, xét về bề ngoài, ít có trách nhiệm với tình hình tài chính của bản thân hơn nhiều. Tại sao? Vinny và Danny đã bay đến Miami, và lang thang khắp

các khu vực hoang vắng được xây nên bởi các khoản vay dưới chuẩn, và tận mắt chứng kiến mọi thứ tồi tệ như thế nào. “Họ gọi cho tôi và nói, ‘Lạy Chúa, ở đây quả là một thảm họa,’” Eisman nhớ lại.

Tóm lại, họ đã thực hiện một loạt các phân tích tín dụng thực tế về các khoản vay thế chấp, những phân tích mà đáng ra cần được thực hiện ngay từ đầu trước khi cho vay các khoản vay này. Sau đó, họ săn tìm những kẻ lừa đảo và những tên ngốc. “Lần đầu tiên tôi thấy việc đó tồi tệ như thế nào,” Eisman nói, “là khi tôi nói với Lippmann, ‘Hãy gửi cho tôi danh sách các giao dịch năm 2006 có các khoản vay không giấy tờ.” Eisman, người có thiên hướng nghi ngờ gian lận trên thị trường, muốn đặt cược chống lại những người Mỹ đã được cho vay tiền mà không phải trình bằng chứng về thu nhập hay việc làm. “Tôi nghĩ Lippmann sẽ gửi cho tôi các giao dịch có 20% là không có giấy tờ. Anh ta đã gửi cho chúng tôi một danh sách và không có giao dịch nào có ít hơn 50% là không giấy tờ.”

Họ gọi đến các bàn giao dịch Phố Wall và hỏi xin các danh mục trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, để tìm ra những trái phiếu tồi tệ nhất và mua bảo hiểm thông minh nhất. Những cuộc bán khống hấp dẫn nhất – các trái phiếu được bảo đảm bởi các thế chấp có nhiều khả năng vỡ nợ nhất – có một số đặc điểm chung. Đầu tiên, các khoản vay cơ sở tập trung chủ yếu ở California, Florida, Nevada và Arizona. Giá nhà đất ở các bang này đã tăng nhanh nhất trong suốt cuộc bùng nổ và vì thế sẽ sụp đổ nhanh nhất – và khi điều đó xảy ra, tỉ lệ vỡ nợ thấp hiện nay tại California sẽ tăng cao. Thứ hai, các khoản vay này được tạo ra bởi những nhà cho vay thế chấp đáng ngờ hơn. Long Beach Savings, thuộc sở hữu của Washington Mutual, là một ví dụ điển hình về sự mất tự chủ tài chính. Nó từng là công ty đầu tiên áp dụng mô hình khởi tạo và bán, và bây giờ đang ra sức ném tiền cho những người mua nhà mới. Thứ ba, các rổ này có một lượng lớn các khoản vay không giấy tờ hay thiếu giấy tờ – tức là các khoản vay có nhiều khả năng là lừa đảo. Theo Eisman và các cộng sự của anh, Long Beach Savings chuyên yêu cầu các chủ sở hữu nhà đất với khả năng thanh toán thấp và không chứng minh được tài chính chấp nhận các thế chấp lãi suất thả nổi. Không tiền mặt, các khoản trả lãi được hoãn lại theo yêu cầu. Những blog nhà đất ở nam California tràn ngập những câu chuyện về lạm dụng tài chính hoàn toàn có thể xảy ra do các ARM có quyền chọn thanh toán 30 năm. Tại Bakersfield, California, một người Mexico hái dâu tây với thu nhập 14.000 đô-la và không biết nói tiếng Anh được cho vay toàn bộ để mua một ngôi nhà trị giá 724.000 đô-la.

Càng kiểm tra các trái phiếu riêng lẻ, họ càng nhận ra các khuôn mẫu trong các khoản vay có thể khai thác để thu lợi nhuận. Sở thích mới trong việc cho những người nhập cư nghèo khó vay những khoản tiền lớn là một ví dụ. Một hôm, quản gia của Eisman, một phụ nữ Nam Mỹ,

đến gặp và nói với anh rằng bà định mua một ngôi nhà ở Queens. “Mức giá thật vô lý, và họ đưa cho bà ấy một thế chấp lãi suất thả nổi có quyền chọn không phải trả tiền mặt ngay,” Eisman nói. Anh đã khuyên bà ấy nhận một thế chấp lãi suất cố định thông thường. Tiếp theo, người trông trẻ anh đã thuê từ năm 2003 để chăm sóc hai cô con gái sinh đôi của mình đã gọi điện cho anh. “Cô ấy là một phụ nữ Jamaica đáng yêu”, anh nói. “Cô ấy nói mình và chị gái sở hữu 6 ngôi nhà ở Queens. Tôi nói, ‘Corinne, làm thế nào mà điều đó lại xảy ra vậy?’” Điều này xảy ra bởi sau khi họ mua căn nhà đầu tiên, giá trị của nó tăng lên, những người cho vay đến, đề nghị họ đổi nợ và lấy ra 250.000 đô-la để một mua căn nhà khác. Sau đó giá của căn nhà đó cũng tăng, và họ lặp lại quá trình này. “Cuối cùng, họ đã sở hữu đến 5 căn nhà, thị trường giảm, và họ không thể trả nổi bất cứ khoản nợ nào.”

Khả năng đột nhiên cô trông trẻ được vay tiền không phải là ngẫu nhiên: Giống như hầu hết mọi thứ đang diễn ra giữa những người đi vay và những người cho vay thế chấp dưới chuẩn, nó xuất phát từ những khiếm khuyết của các mô hình được hai cơ quan xếp hạng lớn là Moody’s và Standard & Poor’s sử dụng để đánh giá trái phiếu thế chấp dưới chuẩn.

Các công ty Phố Wall lớn – Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Citigroup và một số khác – có cùng một mục tiêu như những doanh nghiệp sản xuất: trả càng ít càng tốt để mua nguyên liệu thô (các khoản vay mua nhà) và tính phí càng cao càng tốt cho thành phẩm của mình (các trái phiếu thế chấp). Giá của thành phẩm bị chi phối bởi các xếp hạng theo những mô hình được Moody’s và S&P sử dụng. Các hoạt động bên trong những mô hình này là một bí mật: Moody’s và S&P tuyên bố họ không thể mạo hiểm. Nhưng ai ở Phố Wall cũng biết rằng những người quản lý các mô hình này đã đến thời điểm khai thác. “Những gã không thể có nổi một công việc ở Phố Wall lại có việc ở Moody’s,” một nhà quản lý quỹ phòng hộ trở thành nhân viên giao dịch của Goldman Sachs nói. Trong cơ quan xếp hạng có hệ thống phân cấp khác, thậm chí còn ít bợ đỡ hơn đối với những người xếp hạng trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. “Tại các cơ quan xếp hạng, những tay tín dụng doanh nghiệp là ít tồi tệ nhất,” một nhà phân tích đã từng thiết kế các trái phiếu thế chấp cho Morgan Stanley nói. “Tiếp đến là những tay thế chấp chuẩn. Sau đó, đến những tay tài sản đảm bảo mà về cơ bản là không có não.” Các bàn giao dịch trái phiếu ở Phố Wall, chứa toàn những nhân viên kiếm được 7 con số mỗi năm, luôn phải dụ những kẻ không não chỉ kiếm được mức 5 con số này xếp hạng cao nhất có thể cho những khoản vay tệ nhất. Họ thực hiện nhiệm vụ này với sự chu đáo và hiệu quả của Ivy League. Ví dụ, họ nhanh chóng nhận ra rằng những người ở Moody’s và S&P không thực sự đánh giá các khoản vay mua nhà cá nhân, hoặc cùng lắm chỉ nhìn qua chúng. Tất cả những thứ mà họ cũng như các mô hình của họ thấy và đánh giá chỉ là những đặc điểm chung của các rổ vay này.

Cách họ xử lý các điểm số FICO là một ví dụ. Điểm FICO – được gọi như thế bởi chúng được đưa ra vào những năm 1950, bởi một công ty có tên là Fair Isaac Corporation – dùng để đánh giá khả năng thanh toán nợ của những khách hàng vay cá nhân. Điểm FICO cao nhất là 850; thấp nhất là 300; điểm trung vị của người Mỹ là 723. Điểm FICO rất đơn giản. Ví dụ, chúng không tính đến thu nhập của người vay. Chúng cũng có thể bị thao túng. Một người vay tiềm năng có thể tăng điểm FICO của anh ta bằng cách thực hiện một khoản vay thẻ tín dụng và trả luôn khoản vay đó. Nhưng đừng bận tâm: vấn đề về điểm FICO đã bị lu mờ bởi cách mà chúng bị các cơ quan xếp hạng lạm dụng. Cái mà Moody’s và S&P yêu cầu những người đóng gói các khoản vay cung cấp không phải là danh sách điểm FICO của tất cả những người vay mà là điểm FICO trung bình của cả rổ. Để đáp ứng các tiêu chuẩn của cơ quan xếp hạng – để tối đa hóa tỉ lệ phần trăm của các trái phiếu xếp hạng AAA được tạo ra bởi bất cứ rổ cho vay nào – điểm FICO trung bình của những người vay trong rổ cần phải dao động xung quanh 615 điểm. Có nhiều cách để đạt được điểm trung bình này. Và do đó mang lại cơ hội rất lớn. Khả năng để một rổ các khoản vay gồm tất cả những người đi vay có số điểm FICO 615 chịu tổn thất lớn thấp hơn nhiều so với một rổ gồm các khoản vay có một nửa đạt điểm FICO 550 và một nửa đạt điểm FICO 680. Một người có điểm FICO là 550 gần như chắc chắn sẽ vỡ nợ và đáng ra ngay từ đầu không bao giờ nên được cho vay. Nhưng lỗ hổng trong các mô hình của các cơ quan xếp hạng đã giúp các khoản vay này được thực hiện, miễn là có thể tìm được người đi vay có điểm FICO 680 để bù vào điểm FICO “chết” kia và giữ mức trung bình 615.

Tìm ra những người đi vay có điểm FICO cao ở đâu? Đây là nơi các bàn giao dịch trái phiếu Phố Wall khai thác một điểm mù khác trong mô hình của các cơ quan xếp hạng. Rõ ràng các cơ quan này đã không nắm bắt được sự khác biệt giữa một điểm FICO “hồ sơ mỏng” (thin-file) và một điểm FICO “hồ sơ dày” (thick-file). Đúng như tên gọi của nó, một điểm FICO hồ sơ mỏng ngụ ý một lịch sử tín dụng ngắn ngủi. Tập hồ sơ rất mỏng bởi người vay chưa vay nợ nhiều. Những người nhập cư mà luôn trả được nợ bởi họ không bao giờ được cho vay, thường có điểm FICO “hồ sơ mỏng” cao đến đáng ngạc nhiên. Vì vậy, một cô trông trẻ người Jamaica hay một người Mexico hái dâu với thu nhập 14.000 đô-la muốn vay 750.000 đô-la, khi được lọc qua mô hình của Moody’s và S&P, sẽ đột ngột trở nên hữu ích nếu xét theo quan điểm thao túng tín dụng. Họ có thể thực sự cải thiện được chất lượng bề ngoài của các rổ những khoản vay và gia tăng khả năng được xếp hạng AAA. Người Mexico thu hoạch dâu tây; Phố Wall thu hoạch điểm FICO của anh ta.

Các mô hình được các cơ quan xếp hạng sử dụng đã bị những kiểu cơ hội này đục thủng lỗ chỗ. Bí quyết chính là phải phát hiện ra chúng trước người khác – ví dụ, phải phát hiện ra rằng cả

Moody's và S&P đều ủng hộ các thế chấp lãi suất thả nổi với lãi suất ban đầu thấp hơn những khoản thế chấp lãi suất cố định. Hoặc rằng họ không quan tâm đến việc một khoản vay được thực hiện trong một thị trường bất động sản đang bùng nổ hay im ắng. Hoặc rằng họ có vẻ không biết gì về sự gian lận trong các khoản vay không giấy tờ. Hoặc rằng họ không nhìn thấy sự hiện diện của "những khoản thế chấp thứ hai câm lặng" (silent seconds) – những khoản thế chấp thứ hai khiến chủ hộ không còn giá trị chủ sở hữu nào trong chính căn nhà của mình nữa và do đó buộc phải giao chìa khóa cho ngân hàng và rời đi. Mỗi khi một người đóng gói trái phiếu thế chấp thông minh nào đó ở Phố Wall phát hiện ra một ví dụ khác về sự ngu dốt hay thờ ơ của các cơ quan xếp hạng, anh ta tự cho phép mình đứng bên lề thị trường: những rổ các khoản vay càng dở tệ thì càng rẻ. Các rổ cho vay hình quả tạ với những khoản vay có điểm FICO rất cao và những khoản vay có điểm FICO rất thấp là một món hời so với các rổ có điểm FICO dao động quanh mức 615 điểm – ít nhất cho đến khi phần còn lại của Phố Wall nắm bắt được lỗ hổng ở tâm các cơ quan xếp hạng và tăng giá. Trước khi điều đó xảy ra, công ty Phố Wall này sẽ tận hưởng sự độc quyền ngoan cố. Họ gọi cho người khởi tạo và nói, "Đừng nói với bất kỳ ai, nhưng nếu anh mang đến cho tôi một rổ các khoản vay có điểm FICO "hồ sơ mỏng" cao, tôi sẽ trả cho anh cao hơn bất kỳ ai." Sai lầm của các cơ quan xếp hạng càng nghiêm trọng bao nhiêu, các bàn giao dịch Phố Wall càng có cơ hội lớn bấy nhiêu.

Vào cuối mùa hè năm 2006, Eisman và các cộng sự của anh không hề biết điều này. Tất cả những gì họ biết là các ngân hàng đầu tư Phố Wall rõ ràng đang tuyển dụng những người chẳng làm gì ngoài việc chơi với các mô hình của những cơ quan xếp hạng. Trong một thị trường lý trí, các trái phiếu được bảo đảm bởi các khoản vay yếu hơn sẽ phải được định giá thấp hơn các trái phiếu được bảo đảm bởi các khoản vay mạnh hơn. Các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đều được định giá theo các xếp hạng do Moody's đưa ra. Các tranche AAA đều được giao dịch ở cùng một mức giá, các tranche BBB cũng được giao dịch ở cùng một mức giá khác, dù cho có những điểm khác biệt rất lớn giữa tranche BBB này với tranche BBB khác. Bởi tất cả trái phiếu đều được định giá theo xếp hạng của Moody's, nên những trái phiếu được định giá quá mức cao nhất chính là những trái phiếu được xếp hạng vô lý nhất. Và những trái phiếu được xếp hạng vô lý nhất chính là những trái phiếu mà các công ty Phố Wall đã lừa các cơ quan xếp hạng đưa ra xếp hạng vô lý nhất này. "Tôi không thể tin nổi điều này được cho phép," Eisman nói. "Hẳn là tôi đã nói điều này hàng nghìn lần rồi."

Eisman không biết chính xác các cơ quan xếp hạng đã bị bịp bợm như thế nào. Anh phải tìm hiểu điều đó. Do đó nhóm của anh bắt đầu cuộc tìm kiếm kéo dài hàng tháng trời để tìm ra các trái phiếu được xếp hạng quá mức cao nhất trên thị trường các trái phiếu được xếp hạng quá

mức. Một tháng hoặc hơn sau đó, khi họ đã mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu đầu tiên cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn từ Lippmann, Vincent Daniel và Danny Moses đã bay tới Orlando để tham dự hội thảo trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Đây là một buổi triển lãm thương mại cho một ngành công nghiệp có quy mô khá hẹp: những người khởi tạo các thế chấp dưới chuẩn, những công ty Phố Wall đã đóng gói và bán thế chấp dưới chuẩn, những nhà quản lý quỹ không đầu tư gì ngoài trái phiếu được bảo đảm bằng thế chấp dưới chuẩn, các cơ quan xếp hạng trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, và các luật sư. Daniel và Moses nghĩ họ đang được chứng kiến một ngành công nghiệp nhà tranh, nhưng nhà tranh này hóa ra lại là một tòa lâu đài. "Có quá nhiều người được ngành công nghiệp này nuôi," Daniel nói. "Đó là khi chúng tôi nhận thấy rằng các bộ phận thu nhập cố định của các công ty môi giới được xây dựng dựa trên ngành công nghiệp này."

Đó cũng là khi họ gặp mặt trực tiếp các cơ quan xếp hạng. Người của Greg Lippmann đã sắp xếp việc này, với điều kiện họ không được tiết lộ đang đặt cược chống lại hay không ủng hộ trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Moses nói, "Mục đích của chúng tôi được cho là, 'Chúng tôi ở đây để mua những chứng khoán này.' Mọi người có lẽ đã nghĩ rằng, 'Ồ, họ đang tìm mua những thứ này bởi chúng hấp dẫn.'" Trong một căn phòng nhỏ thuộc khách sạn Orlando Ritz-Carlton, họ gặp cả Moody's và S&P. Vinny và Danny vốn đã ngờ rằng thị trường dưới chuẩn đang giao việc phân tích tín dụng của nó cho những người thậm chí còn không làm phân tích tín dụng. Những gì họ tìm hiểu được hôm đó không hề xoa dịu nghi ngờ này. Những người đến từ S&P rất thận trọng, nhưng một nhân viên nữ của Moody's lại thẳng thắn đến mức ngạc nhiên. Ví dụ, cô ta nói với họ rằng dù cô là người chịu trách nhiệm đánh giá các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, nhưng các sếp của cô không cho phép cô hạ xếp hạng những trái phiếu mà theo cô xứng đáng bị hạ. Cô đã trình một danh sách các trái phiếu cô muốn hạ xếp hạng lên cấp trên và nhận lại danh sách những thứ cô được phép hạ. "Cô ta nói cô ta đã nộp danh sách một trăm trái phiếu và nhận lại một danh sách chỉ có 25 trái phiếu, mà không hề được giải thích," Danny nói.

Vinny, nhà phân tích, đã đặt ra phần lớn các câu hỏi, nhưng Danny lại ngồi lắng nghe với hứng thú ngày càng tăng. "Vinny có một thói quen," Moses nói. "Khi anh ấy hứng thú với điều gì đó, anh ấy sẽ lấy tay che miệng, chống khuỷu tay trên bàn và nói, 'Cho phép tôi hỏi cô một câu hỏi về điều này…' Khi tôi nhìn từ tay đến khuôn mặt, tôi biết Vinny đã phát hiện ra gì đó."

Tôi không hiểu, Vinny nói, chống tay lên cằm. Cô có hai trái phiếu có vẻ giống hệt nhau. Làm sao mà một cái là loại AAA, trong khi cái còn lại thì không?

Tôi không phải là người đưa ra những quyết định này, người phụ nữ đến từ Moody's nói,

nhưng tỏ vẻ khó chịu ra mặt.

Hơn nữa, tôi cũng không hiểu, Vinny nói. Cô xếp hạng bất cứ phần nào của một trái phiếu được tạo thành hoàn toàn từ thế chấp dưới chuẩn AAA bằng cách nào?

Một câu hỏi rất hay.

Bingo!

“Cô ta rất tuyệt,” Moses nói. “Bởi cô ta không biết mục đích của chúng tôi là gì.”

Họ gọi cho Eisman từ Orlando và nói, “Dù anh nghĩ ngành công nghiệp này có bẩn thỉu đến thế nào đi chăng nữa, thì nó vẫn tệ hơn thế.” Họ thực sự nghĩ rằng họ có một bí mật. Trong suốt mùa hè và đầu mùa thu năm 2006, họ cư xử như thể họ đã tình cờ có được một bản đồ kho báu tuyệt vời, dù chỉ với vài hướng dẫn lờ mờ. Giờ đây, mỗi tối Eisman trở về nhà với tâm trạng tốt hơn nhiều so với những gì vợ anh thấy trong một thời gian dài. “Tôi rất vui,” Valerie nói. “Tôi nghĩ, ‘Ơn trời, đã có nơi để chứa đựng tất cả những nỗi đau khổ này.’ Anh ấy nói, ‘Anh tìm ra cái này. Đó là một mỏ vàng. Và không ai biết về nó.’”

5. Những nhà tư bản tình cờ

Thứ Eisman tìm thấy thực sự là một mỏ vàng, nhưng không đúng khi nói rằng không ai biết nó. Đến mùa thu năm 2006, Greg Lippmann đã thuyết trình cho khoảng 250 nhà đầu tư lớn, và cho hàng trăm nhà đầu tư khác tại hội nghị bán hàng hoặc các cuộc gọi hội nghị của Deutsche Bank. Đến cuối năm 2006, theo Nghiên cứu cơ sở dữ liệu quỹ phòng hộ PerTrac, có 13.675 quỹ phòng hộ báo cáo kết quả, và hàng nghìn nhà đầu tư tổ chức khác được phép đầu tư vào các hợp đồng hoán đổi nợ xấu. Lời rao hàng của Lippmann dù ở dạng này hay dạng khác cũng đã đến tai được rất nhiều người. Tuy nhiên, chỉ có khoảng 100 người bám theo thị trường mới dành cho các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Hầu hết những người mua loại bảo hiểm thế chấp dưới chuẩn này không phải nhằm mục đích đánh cược công khai chống lại chúng mà để phòng hộ cho các cuộc đặt cược ngầm của họ dựa trên chúng – các danh mục cổ phiếu hoặc trái phiếu bất động sản của họ ở Mỹ. Một nhóm nhỏ hơn sử dụng các hợp đồng hoán đổi nợ xấu để thực hiện những gì hóa ra là một canh bạc siêu thảm họa dựa trên giá trị tương đối của các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn – mua một trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đồng thời bán một trái phiếu khác. Ví dụ, họ sẽ đặt cược rằng các trái phiếu với số lượng lớn các khoản vay được thực hiện ở California sẽ kém hiệu quả hơn các trái phiếu ít liên quan đến California. Hoặc rằng tầng xếp hạng AAA phía trên của một trái phiếu thế chấp dưới chuẩn nào đó sẽ hoạt động hiệu quả hơn tầng xếp hạng BBB thấp hơn. Hay các trái phiếu được phát hành bởi Lehman Brothers hay Goldman Sachs (cả hai đều nổi tiếng với việc đóng gói các khoản vay mua nhà tồi tệ nhất nước Mỹ) sẽ hoạt động kém hiệu quả hơn các trái phiếu được đóng gói bởi J.P.Morgan hay Wells Fargo (những công ty có vẻ quan tâm một chút đến việc các khoản vay nào được đóng gói thành trái phiếu).

Một nhóm nhỏ hơn gồm khoảng 10 đến 20 người đã thực hiện thẳng một cuộc đặt cược chống lại toàn bộ thị trường thế chấp dưới chuẩn nhiều nghìn tỉ đô-la và, rộng hơn là hệ thống tài chính toàn cầu. Chỉ riêng điều này thôi đã là một thực tế đáng king ngạc: Thảm họa là có thể dự đoán được, nhưng chỉ một số ít nhận thấy. Gồm: quỹ phòng hộ Whitebox ở Minneapolis, quỹ phòng hộ The Baupost Group ở Boston, quỹ phòng hộ Passport Capital ở San Francisco, quỹ phòng hộ Elm Ridge ở New Jersey, và một nhóm quỹ phòng hộ ở New York: Elliott Associates, Cedar Hill Capital Partners, QVT Financial và Harbinger Capital Partners của Philip Falcone. Điểm chung của hầu hết các nhà đầu tư này đó là họ đã nghe, trực tiếp hoặc gián tiếp, lập luận của Greg Lippmann. Ở Dallas, Texas, một cựu nhân viên kinh doanh trái phiếu của Bear Stearns tên là Kyle Bass đã thành lập một quỹ phòng hộ mang tên Hayman Capital vào giữa

năm 2006 và ngay sau đó mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Bass đã nghe về ý tưởng này từ Alan Fournier của Pennant Capital, ở New Jersey – người được nghe về nó từ Lippmann. Một nhà đầu tư bất động sản giàu có người Mỹ tên là Jeff Greene đã ra ngoài và mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn trị giá nhiều tỷ đô-la cho mình sau khi nghe về nó từ John Paulson, nhà quản lý quỹ phòng hộ ở New York. Paulson cũng nghe lời rao hàng của Greg Lippmann – và, khi xây dựng vị thế rất lớn cho các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, anh đã coi Lippmann là cố vấn của mình. Một nhân viên giao dịch độc quyền tại Goldman Sachs ở London, người được cho biết rằng một nhân viên giao dịch tại Deutsche Bank ở New York đang đưa ra một lập luận rất mạnh mẽ, đã bay qua Đại Tây Dương để gặp Lippmann và trở về nhà với các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho trái phiếu thế chấp dưới chuẩn trị giá 1 tỉ đô-la. Một nhà đầu tư quỹ phòng hộ Hy Lạp tên là Theo Phanos đã nghe Lippmann giới thiệu về ý tưởng của anh tại một cuộc hội thảo của Deutsche Bank ở Phoenix, Arizona, và ngay lập tức đặt cược cho chính mình. Nếu bạn đánh dấu sự lan truyền của ý tưởng này như đường đi của một loại vi rút thì hầu hết các đường đều nối ngược trở lại với Lippmann. Còn Mike Burry chỉ náu mình trong văn phòng ở San Jose, California và không nói chuyện với bất cứ ai.

Thế giới các nhà đầu tư nhỏ bé này đã thực hiện những vụ đặt cược lớn chống lại trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, và bản thân nó cũng bao hàm một thế giới thậm chí còn nhỏ bé hơn: những người bị ám ảnh bởi giao dịch này. Một nhóm nhỏ các nhà đầu tư đã nhận thức được những gì đang xảy ra không chỉ đối với hệ thống tài chính mà còn với cả xã hội rộng lớn hơn mà nó sinh ra để phục vụ, và họ đã thực hiện các vụ đầu tư chống lại hệ thống đó, một hệ thống quá lớn, so với nguồn vốn của họ, đến mức mà họ từ bỏ việc trở thành những nhà quản lý tiền tệ truyền thống để trở thành một kiểu người khác. John Paulson là người có nhiều tiền nhất để chơi trò chơi này, và vì thế chính là một ví dụ điển hình nhất. 9 tháng sau khi Mike Burry thất bại trong việc gây quỹ chỉ để mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, Paulson đã thành công, bằng cách trình bày nó trước các nhà đầu tư sao cho nó không giống một thảm họa gần như chắc chắn sẽ xảy ra mà như một sự phòng hộ giá rẻ cho một thảm họa còn xa mới bùng nổ. Paulson lớn hơn Burry 15 tuổi, và nổi tiếng ở Phố Wall hơn nhiều, nhưng xét theo một vài khía cạnh, anh vẫn ở ngoài Phố Wall. “Tôi đã gọi cho Goldman Sachs để hỏi họ về Paulson,” một người giàu có mà Paulson đã kêu gọi đầu tư vào khoảng giữa năm 2006 nói. “Họ nói với tôi anh ta là một gã quản lý quỹ phòng hộ hạng ba, kẻ mà chẳng biết mình đang nói về cái gì.” Paulson đã gọi được hàng tỉ đô-la từ các nhà đầu tư coi quỹ của anh như một chính sách bảo hiểm cho các danh mục trái phiếu và cổ phiếu liên quan đến bất động sản của họ. Paul nói, thứ đã giúp anh thấy được những gì đang xảy ra trong thị trường trái phiếu thế chấp

chính là sự nghiệp tìm kiếm các trái phiếu được đánh giá quá cao để đặt cược chống lại chúng. "Tôi thích khái niệm bán khống một trái phiếu bởi chiều xuống được giới hạn," anh nói với tôi. "Đó là một cuộc đặt cược bất cân xứng." Anh đã bị sốc bởi việc mua được một hợp đồng hoán đổi nợ xấu quá dễ dàng và rẻ mạt so với việc bán khống một trái phiếu tiền mặt thật sự – dù hai vụ đặt cược là như nhau. "Tôi đã cược 500 triệu đô-la. Họ nói, 'Anh có muốn cược 1 tỉ không?' Và tôi nói, 'Sao phải nghĩ?' Tôi chỉ mất 2 hay 3 ngày để đặt 25 tỉ đô-la." Paulson chưa bao giờ gặp phải một thị trường nào mà trong đó một nhà đầu tư có thể bán khống 25 tỉ đô-la giá trị cổ phiếu hoặc trái phiếu mà không khiến giá của nó biến động, thậm chí là sụp đổ. "Và chúng ta có thể cược 50 tỉ đô-la nếu muốn."

Thậm chí cho đến tận cuối mùa hè năm 2006, khi giá nhà đất bắt đầu giảm, thì vẫn phải cần đến một kiểu người nhất định mới có thể nhận ra được những sự thật xấu xí và xử lý chúng – cũng giống như việc phát hiện ra được bộ mặt thật của mụ phù thủy già trong hình hài của một thiếu phụ xinh đẹp. Mỗi người trong số họ kể với bạn một điều về tình trạng của hệ thống tài chính, giống như cách những người sống sót sau một vụ tai nạn máy bay kể cho bạn nghe về vụ tai nạn, và về cả bản chất của những người sống sót sau vụ tai nạn. Theo định nghĩa, tất cả bọn họ đều kỳ lạ nhưng theo những cách đa dạng. John Paulson quan tâm một cách kỳ lạ đến việc đặt cược chống lại các khoản vay trá hình, và có khả năng kỳ lạ trong việc thuyết phục mọi người cùng tham gia với anh. Mike Burry lại kỳ lạ khi chỉ muốn tránh xa dư luận, thậm chí tránh xa cả những giao tiếp với mọi người để tập trung vào các dữ liệu và những động cơ chi phối hành vi tài chính của con người trong tương lai. Steve Eisman thì thể hiện sự kỳ lạ trong lời buộc tội rằng việc lợi dụng tầng lớp trung lưu Mỹ là một sự kiện đồi bại còn riêng thị trường thế chấp dưới chuẩn là một công cụ để bóc lột và, cuối cùng, là phá hủy. Mỗi người lấp đầy một lỗ hổng; mỗi người mang lại một cái nhìn sâu sắc bị bỏ lỡ, một thái độ đối với rủi ro mà, nếu phổ biến hơn, có thể đã ngăn chặn được thảm họa. Nhưng có ít nhất một lỗ hổng lớn mà không nhà đầu tư chuyên nghiệp thành công nào lấp được. Thay vào đó, nó được khỏa lấp bởi Charlie Ledley.

Charlie Ledley kỳ lạ ở niềm tin rằng cách tốt nhất để kiếm tiền ở Phố Wall chính là tìm kiếm bất cứ điều gì mà Phố Wall tin là có ít khả năng xảy ra nhất, và đánh cược vào khả năng xảy ra của nó. Charlie và cộng sự của mình đã làm điều này đủ thường xuyên, và có đủ thành công, để biết rằng thị trường đã bị sa vào việc đánh giá quá thấp khả năng xảy ra một thay đổi lớn. Dù vậy, vào tháng 9 năm 2006, khi anh lật giở từng trang tài liệu do một người bạn gửi đến, một bài trình bày về việc bán khống các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn của một gã nào đó ở Deutsche Bank tên là Greg Lippmann, suy nghĩ đầu tiên của Ledley là, Nó tốt đến mức thật khó

tin là thật. Anh chưa từng giao dịch trái phiếu thế chấp, hầu như không biết gì về bất động sản, vô cùng hoang mang trước các thuật ngữ về thị trường trái phiếu, và thậm chí không dám chắc Deutsche Bank hay ai khác sẽ để anh mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn – bởi đây là một thị trường dành cho các nhà đầu tư tổ chức, còn anh và hai cộng sự của mình, Ben Hockett và Jamie Mai, không thể được coi là một tổ chức. "Nhưng tôi chỉ nhìn nó và nói, 'Sao điều này có thể xảy ra chứ?'" Anh đã gửi ý tưởng của mình đến các cộng sự cùng với câu hỏi, Tại sao những người có đầu óc hơn chúng ta lại không làm điều này?

Mọi ngành kinh doanh mới đều có vẻ phi lý, nhưng vào đầu năm 2003, ý tưởng của Charlie Ledley và Jamie Mai về một công ty quản lý tiền tệ cũng gần giống như một sự phi lý: 2 người đàn ông 30 tuổi với một tài khoản Schwab 110.000 đô-la đã chiếm dụng cái nhà kho ở phía sau nhà của một người bạn ở Berkeley, California, và tự đặt tên cho mình là Cornwall Capital Management. Cả hai người đều không có bất cứ lý do nào tin rằng anh ta có tài đầu tư. Cả hai đều từng làm việc trong một thời gian ngắn cho một công ty cổ phần tư nhân ở New York tên là Golub Associates như những gã lẩn thẩn bị cột vào bàn làm việc, nhưng cả hai đều chưa từng đưa ra các quyết định đầu tư thực sự nào. Jamie Mai là một anh chàng cao ráo, rất điển trai và vì vậy, theo định nghĩa, sẽ có thiên hướng làm chỉ huy – cho đến khi anh mở miệng và để lộ sự thiếu tự tin vào mọi thứ từ việc mặt trời mọc vào ngày mai cho đến tương lai nhân loại. Jamie có thói quen dừng lại ở giữa câu và nói lắp – "ừ, ừ, ừ" – như thể anh còn đang nghĩ "dở." Charlie Ledley thậm chí còn tệ hơn: Anh có vẻ xanh xao, nét u buồn của một người làm dịch vụ tang lễ, và cách cư xử của một người thích trì hoãn càng lâu càng tốt. Khi được hỏi một câu hỏi đơn giản nào đó, anh sẽ nhìn chằm chằm vào vô định, gật đầu và chớp mắt như một diễn viên quên mất lời thoại, để đến khi anh ta cất lời, bạn sẽ không thể không giật mình.

Hai người họ đều có ý tưởng liên quan đến thị trường tài chính, một cặp ý tưởng có liên quan đến nhau. Kinh nghiệm của họ trong ngành kinh doanh vốn chủ sở hữu tư nhân – trong đó các doanh nghiệp mua và bán toàn bộ các công ty chưa được niêm yết chính thức trên các sàn giao dịch – khiến họ tin rằng thị trường chứng khoán tư nhân có thể hiệu quả hơn nhiều so với các thị trường đại chúng. "Trong các giao dịch tư nhân," Charlie nói, "bạn thường có một cố vấn tinh tường ở cả hai bên. Bạn không có những người mà không biết giá trị của thứ gì. Ở các thị trường đại chúng, bạn có những người tập trung vào các khoản thu nhập hàng quý hơn là nhượng quyền kinh doanh. Bạn có những người làm mọi việc vì những lý do điên rồ." Hơn nữa, họ tin rằng các thị trường tài chính đại chúng thiếu các nhà đầu tư quan tâm đến bức tranh toàn cảnh. Những gã ở thị trường chứng khoán Mỹ đưa ra quyết định chỉ ở trong thị trường chứng khoán Mỹ; những gã ở thị trường trái phiếu Nhật chỉ đưa ra các quyết định trong phạm

vi thị trường trái phiếu Nhật; v.v... "Thực tế, có những người không làm gì ngoài việc đầu tư vào các khoản nợ bảo hiểm y tế có giá trị vốn hóa bậc trung ở châu Âu," Charlie nói. "Tôi không nghĩ đây là vấn đề của riêng ngành tài chính. Tôi nghĩ rằng chủ nghĩa địa phương rất phổ biến trong cuộc sống trí thức hiện đại. Không có bất cứ nỗ lực hòa nhập nào." Các thị trường tài chính trả rất hậu cho rất nhiều người có chuyên môn hạn hẹp trong khi lại trả rất ít cho một số ít người có tầm nhìn toàn cầu và lớn lao mà bạn cần phải có nếu muốn phân bổ nguồn vốn trên nhiều thị trường.

Vào đầu năm 2003, Cornwall Capital chỉ vừa mới đi vào hoạt động, nên Jamie và Charlie phải dành nhiều giờ trong ngày hơn cả trước đây để ngồi trong gara ở Berkeley – phòng ngủ của Charlie – và nói chuyện về thị trường. Họ cho rằng, Cornwall Capital sẽ không chỉ đơn thuần là tìm kiếm sự thiếu hiệu quả của thị trường mà còn tìm kiếm nó trên toàn cầu, trong mọi thị trường: cổ phiếu, trái phiếu, tiền tệ và hàng hóa. Với hai tham vọng không hề đơn giản này, họ nhanh chóng bổ sung một tham vọng thứ ba, thậm chí còn lớn lao hơn, khi họ tình cờ có được cơ hội lớn đầu tiên, một công ty thẻ tín dụng tên là Capital One Financial.

Capital One là một ví dụ hiếm hoi về một công ty có vẻ đã tìm ra được một cách thông minh để cho những người Mỹ có điểm tín dụng thấp vay tiền. Mặc dù nó tập trung vào lĩnh vực thẻ tín dụng thay vì các khoản vay mua nhà, nhưng hai lĩnh vực này vẫn nhắm đến cùng một tầng lớp kinh tế xã hội, những người sở hữu các khoản vay mua nhà sẽ kết thúc trong bi thảm chỉ một vài năm sau đó. Suốt những năm 1990 và đầu những năm 2000, công ty tuyên bố, và thị trường tin, rằng nó sở hữu những công cụ tốt hơn các công ty khác trong việc phân tích khả năng thanh toán của người sử dụng thẻ tín dụng dưới chuẩn và định giá rủi ro của việc cho họ vay tiền. Nó đã vượt qua được một khoảng thời gian xấu kéo dài liên tục trong ngành vào cuối những năm 1990 khi mà một vài đối thủ cạnh tranh của nó sụp đổ. Sau đó, vào tháng 7 năm 2002, cổ phiếu của nó sụt giảm – 60% chỉ trong 2 ngày, sau khi ban quản lý của Capital One tự nguyện tiết lộ rằng họ đang tranh cãi về việc họ cần dự trữ bao nhiêu vốn để đề phòng những thua lỗ dưới chuẩn tiềm tàng với hai cơ quan quản lý của chính phủ là Văn phòng Giám sát Tiết kiệm và Cục Dự trữ Liên bang.

Đột nhiên thị trường lo ngại rằng Capital One không thực sự cho vay có đầu óc hơn bất cứ ai trong ngành mà chỉ đơn giản là giỏi che giấu các khoản thua lỗ hơn. Các cơ quan quản lý đã phát hiện ra gian lận, thị trường nghi ngờ, và chuẩn bị trừng phạt Capital One. Các chứng cớ gián tiếp cho thấy đây dường như là một vụ thật đáng nguyền rủa. Ví dụ, SEC thông báo rằng họ đang điều tra CFO của công ty, người vừa mới từ chức, về việc anh ta đã bán cổ phần của mình trong công ty chỉ 2 tháng trước khi công ty thông báo về sự tranh cãi với các cơ quan

quản lý nhà nước và giá cổ phiếu của nó sụt giảm.

Trong 6 tháng tiếp theo, công ty tiếp tục thu lợi với tốc độ ấn tượng. Nó tuyên bố rằng nó không làm gì sai phạm, rằng các cơ quan quản lý thật tùy tiện, và thông báo không có thiệt hại đáng kể nào trên danh mục đầu tư các khoản vay dưới chuẩn trị giá 20 tỉ đô-la của mình. Giá cổ phiếu của nó vẫn ở mức thấp. Charlie và Jamie đã nghiên cứu vấn đề này; họ đã tham dự các hội nghị ngành, liên lạc với tất cả những người họ không quen và quấy nhiễu để lấy thông tin: những tay bán khống, các nhân viên cũ của Capital One, các nhân viên tư vấn quản lý đã từng tư vấn cho công ty, các đối thủ cạnh tranh và thậm chí là cả các cơ quan quản lý nhà nước. Charlie nói, "Rõ ràng có một lượng thông tin rất hạn chế ngoài kia và chúng tôi cũng nhận được cùng lượng thông tin như tất cả mọi người." Họ cho rằng Capital One đúng là đã có những công cụ tốt hơn để tạo ra các khoản vay dưới chuẩn. Vậy tức là chỉ còn một câu hỏi duy nhất: Có phải nó đã được điều hành bởi những kẻ lừa đảo?

Đó không phải là một câu hỏi mà hai nhà đầu tư sắp chuyên nghiệp khoảng 30 tuổi ở Berkeley, California, với 110.000 đô-la trong tài khoản Schwab có nghĩa vụ phải trả lời. Nhưng họ đã làm vậy. Họ săn tìm những người học cùng đại học với CEO của Capital One, Richard Fairbank và thu thập các tài liệu tham khảo về nhân vật này. Jamie lướt qua hệ thống lưu hồ sơ 10-K của Capital One để tìm kiếm những người trong nội bộ công ty mà anh nghĩ có thể đề nghị gặp mặt một cách hợp lý. "Nếu đòi gặp CEO, chúng ta sẽ không bao giờ có cơ hội đó," Charlie giải thích. Cuối cùng, họ gặp gỡ một gã có chức vụ thấp hơn tên là Peter Schnall, mà thật tình cờ lại là phó chủ tịch phụ trách danh mục dưới chuẩn. "Tôi có cảm giác họ có vẻ như là, 'Ai gọi và yêu cầu gặp Peter Schnall vậy?'" Charlie nói. "Bởi khi chúng tôi đề nghị được nói chuyện với anh ta, họ như kiểu, 'Tại sao không?'" Họ tự giới thiệu một cách trang trọng mình là Cornwall Capital Management nhưng lại kiềm chế không đề cập đến việc chính xác, Cornwall Capital Management là gì. "Thật buồn cười," Jamie nói. "Mọi người thường ngại hỏi bạn có bao nhiêu tiền, vì thế bạn không cần phải nói với họ."

Họ hỏi Schnall rằng liệu họ có thể đến gặp anh ta để hỏi một vài câu trước khi đầu tư không. "Tất cả những gì chúng tôi thực sự muốn làm," Charlie nói, "là muốn xem liệu anh ta có phải là một kẻ lừa đảo hay không." Họ nhận thấy anh ta hoàn toàn có sức thuyết phục. Điều thú vị là, anh ta đang mua cổ phiếu ở chính công ty của mình. Họ rời đi với suy nghĩ rằng cuộc tranh cãi của Capital One với các cơ quan quản lý không có gì đáng kể và công ty này nói chung rất trung thực. "Chúng tôi kết luận rằng họ có thể đã từng là những kẻ lừa đảo," Jamie nói, "nhưng bây giờ có lẽ là không."

Thật tình cờ, những gì xảy ra tiếp theo đưa họ đến một cách tiếp cận khác thường với các thị trường tài chính mà sẽ khiến họ nhanh chóng trở nên giàu có. Trong 6 tháng sau khi có tin tức về những rắc rối của nó với Cục Dự trữ Liên Bang và Văn phòng Giám sát Tiết kiệm, cổ phiếu của Capital One dao động ở mức khoảng 30 đô-la một cổ phiếu. Sự ổn định này rõ ràng che đậy một sự không chắc chắn sâu xa nào đó. 30 đô-la một cổ phiếu rõ ràng không phải là giá "đúng" cho Capital One. Nếu công ty này gian lận, cổ phiếu của nó có thể vô giá trị. Nếu công ty này trung thực đúng như nhận định của Charlie và Jamie thì giá cổ phiếu phải là khoảng 60 đô-la một cổ phiếu. Jamie Mai vừa đọc cuốn You Can Be a Stock Market Genius của Joel Greenblatt, người đã cùng góp vốn vào quỹ phòng hộ của Mike Burry. Ở phần cuối của cuốn sách, Greenblatt đã mô tả cách anh đã kiếm được rất nhiều tiền nhờ chứng khoán phái sinh, mang tên LEAP (Long-term Equity AnticiPation Security – Chứng khoán vốn phòng hộ dài hạn), cho phép người mua có quyền mua cổ phiếu với một mức giá cố định trong một khoảng thời gian nhất định. Greenblatt giải thích, có những lúc nên mua các quyền chọn trên một cổ phiếu thay vì mua chính cổ phiếu đó. Trong thế giới các nhà đầu tư giá trị của Greenblatt, điều này bị coi là trái với đạo lý. Các nhà đầu tư giá trị kiểu cũ xa lánh các quyền chọn bởi các quyền chọn cho rằng giá các cổ phiếu bị định giá thấp sẽ biến động trong tương lai. Greenblatt lại có quan điểm đơn giản: Khi giá trị của một cổ phiếu chắc chắn sẽ bị ảnh hưởng bởi một sự kiện sắp tới nào đó mà ngày đã được định sẵn (ví dụ, ngày sáp nhập, ngày ra tòa), thì nhà đầu tư giá trị có thể an tâm tận dụng các quyền chọn để bày tỏ quan điểm của mình. Điều này đã khiến Jamie nảy ra một ý tưởng: Mua quyền chọn mua cổ phiếu Capital One trong dài hạn.

Quyền mua cổ phiếu Capital One với giá 40 đô-la ở bất cứ thời điểm nào trong hai năm rưỡi tới có giá khoảng hơn 3 đô-la một chút. Điều này thật vô lý. Chỉ trong một vài tháng tới là sẽ biết các vấn đề của Capital One với các cơ quan quản lý có được giải quyết hay không. Khi chúng xảy ra, cổ phiếu có thể sụp đổ về 0 hoặc nhảy lên tới 60 đô-la. Khi xem xét kĩ về tình huống này một chút, Jamie nhận thấy rằng mô hình được Phố Wall sử dụng để định giá LEAP, mô hình định giá quyền chọn Black-Scholes, đã tạo ra một số giả định lạ lùng. Ví dụ, nó giả định rằng giá cổ phiếu trong tương lai tuân theo phân phối chuẩn, dạng hình chuông. Nếu Capital One đang giao dịch ở mức 30 đô-la một cổ phiếu, thì mô hình giả định rằng, trong hai năm tiếp theo, nó nhiều khả năng sẽ đạt mức 35 đô-la một cổ phiếu hơn là 40 đô-la, và nhiều khả năng đạt mức 40 đô-la hơn là 45 đô-la v.v... Chỉ những người không biết gì về công ty mới thấy giả định này hợp lý. Trong trường hợp này, mô hình đã hoàn toàn bỏ lỡ mất một điểm: Khi cổ phiếu của Capital One biến động, và chắc chắn sẽ như thế, nó có nhiều khả năng sẽ biến động nhiều hơn là chỉ một chút.

Cornwall Capital Management nhanh chóng mua 8.000 LEAP. Họ có thể lỗ tối đa là 26.000 đô-la họ trả cho quyền chọn mua cổ phiếu, nhưng về lý thuyết, họ có thể thu về lợi nhuận vô hạn. Ngay sau khi Cornwall Capital đặt tiền lên bàn, Capital One đã được các cơ quan quản lý xác nhận là làm ăn đúng, giá cổ phiếu của nó tăng vọt, và vị thế quyền chọn 26.000 đô-la của Cornwall Capital có giá trị lên đến 526.000 đô-la. “Chúng tôi gần như phát cuồng,” Charlie nói.

“Chúng tôi không thể tin được rằng người ta sẽ bán cho chúng tôi những quyền chọn dài hạn với giá quá rẻ như vậy,” Jamie nói. “Chúng tôi tiếp tục tìm kiếm các quyền chọn dài hạn hơn.”

Nó ngay lập tức trở thành một chiến lược sinh lời tuyệt vời: Bắt đầu với những gì được coi là quyền chọn giá rẻ để mua hay bán một vài chứng khoán Hàn Quốc, thịt ba rọi, hay tiền tệ của một nước thứ ba – thực sự là bất cứ thứ gì có giá mà có vẻ sẵn sàng cho một thay đổi đầy kịch tính nào đó – và sau đó quay ngược trở lại những thứ mà quyền chọn cho phép bạn mua hoặc bán. Những quyền chọn này phù hợp với tính cách của hai người này: Họ không bao giờ phải chắc chắn về bất cứ điều gì. Cả hai đều dễ có cảm giác rằng mọi người, và rộng hơn là cả thị trường, đang quá chắc chắn về những điều vốn không chắc chắn. Cả hai đều cảm nhận rằng mọi người, và rộng hơn là cả thị trường, đang gặp khó khăn trong việc gắn các xác suất phù hợp vào các sự kiện rất khó xảy ra. Cả hai đều gặp khó khăn trong việc tạo niềm tin cho chính bản thân nhưng lại không gặp vấn đề gì khi phản ứng lại những gì họ xem như là niềm tin sai lầm của người khác. Họ bước vào thị trường chỉ bởi nghĩ rằng có điều gì đó tuyệt vời sắp xảy ra, nhờ đó họ có thể đặt một khoản cược nho nhỏ mà nhiều khả năng sẽ thu lợi lớn. Họ không biết bất cứ điều gì về chứng khoán Hàn Quốc hay các loại tiền tệ của thế giới thứ ba, nhưng họ không thực sự cần phải biết những điều đó. Nếu họ phát hiện ra một cuộc đặt cược giá rẻ liên quan đến các biến động về giá ở bất kỳ một loại chứng khoán nào, họ có thể thuê một chuyên gia giúp họ phân loại các chi tiết. “Đó là một mô hình của chúng tôi,” Jamie Mai nói. “Dựa vào công sức của những người thông minh, hiểu biết nhiều hơn chúng tôi.”

Họ nối tiếp thành công của mình ở Capital One bằng một thành công tương tự, trong một công ty truyền hình cáp châu Âu túng quẫn có tên là United Pan-European Cable. Lần này, do có nhiều tiền hơn, họ đã mua 500.000 đô-la quyền mua có giá thực hiện rất chênh lệch so với thị trường. Khi UPC vực dậy, họ nhanh chóng thu được khoản lợi nhuận 5 triệu đô-la. “Bây giờ, chúng tôi đang rất, rất thích thú,” Jamie nói. Tiếp theo đó, họ đặt cược vào một công ty cung cấp bình ôxy trực tiếp cho người bệnh tại nhà. Vụ đặt cược trị giá 200.000 đô-la đã nhanh chóng chuyển thành 3 triệu đô-la.

Họ không chắc là mình đã tình cờ gặp được một lỗ hổng nghiêm trọng trong thị trường tài

chính hiện đại hay mình đang lao vào một hoạt động đánh cược lớn. Như Charlie chỉ ra, "Thật sự rất khó để biết khi nào bạn may mắn và khi nào bạn thông minh." Họ cho rằng nếu đợi đến khi họ có những con số thống kê hợp lệ thì họ chắc đã không còn trên đời, nếu không thì cũng gần chết, và vì thế họ không dành quá nhiều thời gian để lo lắng về việc liệu họ đã may mắn hay thông minh. Dù thế nào đi chăng nữa, họ biết mình đã không biết nhiều như cần thiết, đặc biệt là về các quyền chọn tài chính. Họ đã thuê một nghiên cứu sinh từ khoa thống kê tại Đại học California, Berkeley để giúp đỡ họ, nhưng anh ta đã nghỉ việc sau khi họ yêu cầu anh ta nghiên cứu các hợp đồng tương lai cho thịt ba rọi. "Hóa ra anh ta là một người ăn chay," Jamie nói. "Nói chung anh ta không thích chủ nghĩa tư bản, nhưng những miếng thịt ba rọi là quá sức chịu đựng của anh ta." Thế là họ phải tự vật lộn với rất nhiều lý thuyết tài chính phức tạp. "Chúng tôi đã dành rất nhiều thời gian tự xây dựng các mô hình Black-Scholes, và xem chuyện gì xảy ra khi thay đổi các giả định khác nhau trong đó," Jamie nói. Điều gây ấn tượng mạnh mẽ đối với họ chính là các mô hình này đã để một người có thể đầu cơ dựa trên những tình huống mà nhiều khả năng sẽ kết thúc chỉ trong một hoặc hai cách ấn tượng với chi phí quá rẻ. Nếu, trong năm tới, một cổ phiếu có thể vô giá trị hoặc có giá 100 đô-la, thì sẽ thật ngớ ngẩn nếu ai đó bán quyền chọn mua cổ phiếu ở mức giá 50 đô-la kéo dài 1 năm chỉ với giá 3 đô-la. Tuy nhiên, thị trường vẫn thường làm những điều tương tự như thế. Mô hình mà Phố Wall sử dụng để định giá các sản phẩm phái sinh trị giá hàng nghìn tỉ đô-la coi thế giới tài chính như là một quá trình liên tục và có trật tự. Nhưng thế giới không liên tục; nó thay đổi gián đoạn, và thường rất bất ngờ.

Đầu tư theo sự kiện: Đó là cái tên họ đặt hoặc mượn để chỉ những gì họ đang làm. Điều đó khiến nó nghe kém thú vị hơn nhiều so với bản chất của nó. Một hôm, Charlie bị hấp dẫn bởi thị trường tương lai ethanol. Anh không biết nhiều về ethanol, nhưng anh có thể thấy rằng nó hưởng một khoản trợ cấp 50 xu/gallon từ chính phủ Mỹ, do đó nó luôn được giao dịch ở mức cao hơn 50 xu/gallon so với xăng. Trong đầu năm 2005, khi anh quan tâm đến nó, nó được giao dịch ở mức giá thấp hơn 50 xu so với xăng. Anh không biết tại sao và không bao giờ tìm ra được nguyên do; thay vào đó, Charlie mua các hợp đồng tương lai ethanol trị giá bằng hai chiếc xe ray, và trở thành tâm điểm trên tờ Ethanol Today, một tạp chí mà trước đây anh không hề biết đến sự tồn tại của nó. Trước sự công kích dữ dội từ nhà môi giới của Cornwall, họ đành chấp nhận để hai xe chứa đầy ethanol ở trong một chuồng gia súc nào đó ở Chicago – để kiếm một khoản tiền mà nhà môi giới thấy là nhỏ đến kỳ lạ. "Sự phức tạp hành chính của những gì chúng tôi đang làm không tương xứng với số tài sản của chúng tôi," Charlie nói. "Những người có quy mô như chúng tôi không giao dịch qua lại giữa các loại tài sản."

“Chúng tôi đang làm những thứ có thể khiến các nhà đầu tư của bạn phải hét vào mặt bạn,” Jamie nói, “nhưng chả có nhà đầu tư nào hét vào mặt chúng tôi cả vì chúng tôi không có nhà đầu tư.”

Họ thực sự đã nghĩ đến việc trao những thành tựu của mình cho một nhà đầu tư chuyên nghiệp tận tâm, có trình độ và bằng cấp để quản lý tiền giúp họ. Họ đi khắp New York trong vài tuần, phỏng vấn các nhà quản lý quỹ dự phòng. “Tất cả họ đều có vẻ rất tuyệt khi bạn lắng nghe họ,” Jamie nói, “nhưng khi nhìn vào các con số của họ, bạn thấy chúng không có gì thay đổi.” Họ quyết định tiếp tục tự đầu tư tiền của chính mình. 2 năm sau khi họ khởi nghiệp, họ quản lý 12 triệu đô-la của riêng họ và chuyển từ căn nhà kho ở Berkeley đến một văn phòng ở Manhattan.

Họ cũng chuyển tài khoản từ Schwab sang Bear Stearns. Họ mong kết giao được với một công ty giao dịch Phố Wall lớn nào đó và đề cập mong muốn này với kế toán của họ. “Anh ấy nói rằng anh ấy biết Ace Greenberg và có thể giới thiệu chúng tôi với anh ta. Chúng tôi rất mừng vì điều đó,” Charlie nói. Cựu chủ tịch và CEO của Bear Stearns, một huyền thoại của Phố Wall, Greenberg vẫn giữ một văn phòng tại công ty và hoạt động như một nhà môi giới cho một nhóm nhỏ các nhà đầu tư được cho là rất đặc biệt. Khi Cornwall Capital chuyển tài sản của họ sang Bear Stearns, chắc chắn, các bảng kê môi giới của họ sẽ nhanh chóng trở lại với cái tên của Ace Greenberg ghi trên cùng.

Giống như hầu hết những gì đã xảy ra với họ trong các thị trường tài chính, lần kết hợp đầu tiên của họ với một công ty lớn ở Phố Wall kỳ lạ đến thú vị nhưng khó lý giải. Dù chưa từng gặp Ace Greenberg, nhưng họ đã trở thành khách hàng của ông ta. “Chúng tôi kiểu như, ‘Vậy làm thế nào mà Ace Greenberg lại là nhà môi giới của chúng ta?’” Charlie nói. “Ý tôi là, chúng tôi chẳng là gì cả. Và chúng tôi chưa bao giờ thực sự gặp Ace Greenberg.” Bí ẩn càng ngày càng lớn dần theo mỗi lần họ cố để được nói chuyện với Greenberg. Họ có cái mà họ cho là số điện thoại của ông ta, nhưng khi họ gọi đến, người trả lời không phải là Greenberg. “Thật là kỳ quái,” Charlie nói. “Đôi khi, chính Ace Greenberg nghe máy. Nhưng tất cả những gì ông ta nói là, ‘Đợi chút.’ Sau đó một thư ký sẽ nghe tiếp cuộc điện thoại và nhận lệnh của chúng tôi.”

Cuối cùng, họ cũng được gặp mặt trực tiếp với huyền thoại Phố Wall. Tuy nhiên, cuộc gặp gỡ ngắn đến mức họ không biết liệu họ đã gặp được Ace Greenberg thật, hay một người đóng thế Ace Greenberg. “Chúng tôi được dẫn vào trong khoảng 30 giây – 30 giây theo đúng nghĩa đen – và sau đó bị dẫn ra ngoài,” Jamie nói. Ace Greenberg vẫn là nhà môi giới của họ. Họ chỉ là chưa bao giờ nói chuyện với ông ta.



Người đàn ông mà hiện tại họ cho là “diễn viên đóng thế Ace Greenberg” đã không thể giải

quyết những gì họ xem là vấn đề lớn nhất của họ. Họ là những nhà đầu tư tư nhân nhỏ lẻ. Các công ty Phố Wall vẫn rất bí ẩn đối với họ. “Tôi chưa bao giờ thực sự được ở trong một ngân hàng,” Charlie nói. “Tôi chỉ có thể tưởng tượng ra những gì đang diễn ra bên trong bằng cách tưởng tượng ra nó qua con mắt của những người khác.” Để thực hiện những loại giao dịch họ muốn, họ cần phải bị các công ty lớn ở Phố Wall hiểu nhầm là các nhà đầu tư có kiến thức về một công ty lớn ở Phố Wall. “Nhà đầu tư tư nhân chỉ là công dân hạng hai,” Jamie nói. “Mức giá nhận được rất tồi, dịch vụ cũng tồi, tất cả mọi thứ đều tồi.”

Ý nghĩ này càng được củng cố bởi hàng xóm mới của Jamie ở Berkeley, Ben Hockett. Hockett, cũng khoảng hơn 30 tuổi, đã từng bán hàng và sau đó kinh doanh các sản phẩm phái sinh cho Deutsche Bank ở Tokyo trong 9 năm. “Khi tôi khởi nghiệp, tôi còn độc thân và mới 22 tuổi,” anh ta nói. “Bây giờ tôi có một vợ, một con và một con chó. Tôi phát ốm lên vì công việc. Tôi không thích con người tôi khi trở về nhà sau giờ làm việc. Tôi không muốn con tôi lớn lên giống tôi. Tôi nghĩ, Mình phải rời khỏi đây.” Khi anh xin nghỉ việc, các sếp của anh ở Deutsche Bank bắt anh liệt kê ra những điểm không hài lòng của mình. “Tôi nói với họ tôi không thích làm văn phòng. Tôi không thích ăn mặc quá chỉn chu. Và tôi không thích sống ở một thành phố lớn. Và họ nói, ‘Được rồi.’” Họ bảo anh có thể mặc bất cứ thứ gì anh muốn, sống ở bất cứ đâu anh muốn, và làm bất cứ việc gì anh muốn – và hãy làm tất cả những việc đó trong khi vẫn tiếp tục làm việc cho Deutsche Bank.

Ben rời Tokyo đến vùng vịnh San Francisco, cùng với 100 triệu đô-la tiền của Deutsche Bank, số tiền mà anh có thể dùng để giao dịch trong sự thoải mái tại ngôi nhà mới của mình ở Berkeley Hills. Anh đã ngờ rằng, không phải là không hợp lý, anh có thể là người duy nhất ở Berkeley tìm kiếm các cơ hội kinh doanh chênh lệch giá trong thị trường dành cho các sản phẩm phái sinh tín dụng. Do đó, anh đã rất ngạc nhiên khi gặp được một gã đang tìm cách mua các quyền chọn dài hạn. Khi Ben và Jamie dắt chó đi dạo cùng nhau, Jamie đã dò hỏi Ben về cách các công ty lớn ở Phố Wall và các thị trường tài chính bí truyền hoạt động, và cuối cùng thuyết phục anh từ bỏ công việc hiện tại và gia nhập Cornwall Capital. “Sau ba năm làm việc một mình, tôi nghĩ thật tốt khi có người làm cùng,” Ben nói. Anh bỏ Deutsche Bank và tham gia vào cuộc săn tìm vui vẻ các tai nạn và thảm họa, và khá nhanh chóng nhận thấy anh lại phải làm việc một mình một lần nữa. Charlie quay trở về Manhattan ngay khi anh đủ tiền mua vé máy bay, và khi chia tay bạn gái, Jamie cũng háo hức nối gót.

Ben, Charlie và Jamie đều có quan điểm cho rằng con người và thị trường đều có xu hướng đánh giá thấp xác suất xảy ra những thay đổi cực đoan, nhưng Ben còn nghĩ sâu xa hơn thế. Charlie và Jamie quan tâm chủ yếu đến các khả năng xảy ra thảm họa trong thị trường tài

chính, còn Ben thì đi lại xung quanh với những mảnh ghép rất nhỏ trong đầu cảnh báo về xác suất xảy ra thảm họa trong đời thực. Anh tin rằng mọi người cũng đều đánh giá thấp những điều này bởi họ không muốn nghĩ về chúng. Trong cả thị trường và đời sống, mọi người có xu hướng phản ứng lại khả năng xảy ra các sự kiện cực đoan theo một trong hai cách: bỏ chạy hoặc chiến đấu. "Chiến đấu là, 'Tôi sẽ cầm lấy khẩu súng,'" anh nói. "Bỏ chạy là, 'Số phận tất cả chúng ta đều đã được định đoạt, vì thế tôi không thể làm gì được nữa.'" Charlie và Jamie là kiểu người bỏ chạy. Ví dụ, khi anh nói với họ về khả năng sự nóng lên toàn cầu có thể khiến mực nước biển tăng lên hơn 6m, họ sẽ chỉ nhún vai và nói, "Tôi không thể làm gì với điều đó, vậy sao phải lo lắng về nó chứ?" Hay: "Nếu điều đó xảy ra, tôi cũng không muốn sống thêm nữa."

Anh rất ngạc nhiên trước việc cả Charlie và Jamie đều rất nhạy cảm với xác suất xảy ra những thay đổi mạnh mẽ trong thị trường tài chính, nhưng lại rất thờ ơ trước những xác suất bên ngoài thị trường này. "Tôi cố gắng chuẩn bị cho bản thân và các con đề phòng những yếu tố bất ngờ trong cuộc sống," Ben nói.

Charlie và Jamie muốn Ben giữ cho riêng anh những cuộc nói chuyện khải huyền. Nó khiến mọi người khó chịu. Ví dụ, mọi người không cần phải biết rằng Ben đã mua một trang trại nhỏ ở vùng đồng quê, nằm ở phía bắc San Francisco, một khu vực xa xôi không có đường vào, trồng đầy hoa quả và rau xanh đủ để nuôi sống gia đình anh nếu ngày Tận thế có diễn ra. Tuy nhiên, Ben khó có thể giữ riêng cho mình thế giới quan của anh, đặc biệt kể từ khi đó là yếu tố gắn liền với chiến lược đầu tư của họ: Khả năng xảy ra tai nạn và thảm họa chưa bao giờ tách rời khỏi các cuộc trò chuyện của họ. Một hôm khi nói chuyện điện thoại với Ben, Charlie nói, Anh ghét phải chịu những rủi ro thậm chí quá xa xôi, nhưng anh lại sống trong một ngôi nhà trên đỉnh núi nằm trên đường đứt gãy, trong một thị trường nhà đất có giá cao nhất mọi thời đại. "Anh ta chỉ nói lại, 'Tôi phải đi', và gác máy," Charlie nhớ lại. "Chúng tôi không thể liên lạc với anh ta trong gần hai tháng."

"Tôi tắt điện thoại," Ben nói, "và tôi nhận ra, Mình phải bán căn nhà của mình. Ngay bây giờ." Ngôi nhà của anh trị giá triệu đô-la và có thể hơn thế nhưng nếu cho thuê thì chỉ được không quá 2.500 đô-la/tháng. "Nó đang được giao dịch với mức giá gấp 30 lần mức giá thuê," Ben nói. "Quy tắc kinh nghiệm là bạn mua 10 và bán 20." Vào tháng 10 năm 2005, anh chuyển cả gia đình tới một căn hộ cho thuê tránh xa đường đứt gãy.

Ben không nghĩ Charlie và Jamie là những nhà quản lý tiền bạc chuyên nghiệp mà thay vào đó là những tay chơi tài tử hay, như anh nói, là "hai gã thông minh chỉ đặt cược quanh các thị trường." Nhưng chiến lược mua vé giá rẻ của họ cho một số sự kiện tài chính được trông đợi

đã khiến anh khá ấn tượng. Nó không thật sự rõ ràng; thực sự thì, nó gần như chắc chắn thất bại thay vì thành công. Thỉnh thoảng, những sự kiện được mong đợi sẽ xảy ra lại không bao giờ xảy ra; có lúc, họ thực sự không biết họ đang làm gì. Có lần, Charlie nhận thấy những gì anh cho là sự bất nhất về giá cả khá kỳ lạ trong thị trường xăng dầu tương lai, và nhanh chóng mua một hợp đồng xăng, bán một hợp đồng khác, và kiếm được cái mà anh cho là lợi nhuận phi rủi ro – chỉ để khám phá ra rằng, như Jamie nói, "một là xăng không chì, và cái còn lại là dầu diesel." Một lần khác, tiền đề thì đúng nhưng kết luận lại sai. "Một hôm, Ben gọi cho tôi và nói, 'Này anh bạn, tôi nghĩ sắp có một cuộc đảo chính ở Thái Lan,'" Jamie nhớ lại. Không tờ báo nào đề cập đến bất cứ thứ gì giống một cuộc đảo chính ở Thái Lan. "Tôi nói, 'Thôi nào, Ben, anh điên rồi, sẽ không có cuộc đảo chính nào cả. Nhưng, sao anh biết? Anh đang ở Berkeley mà!'" Ben thề rằng anh đã nói chuyện với một gã từng làm việc cùng ở Singapore, một người rất thạo tin ở Thái Lan. Anh chắc chắn đến mức họ đã thâm nhập vào thị trường tiền tệ Thái Lan và mua những gì được cho là một quyền chọn bán đồng bạt Thái trong ba tháng vô cùng rẻ. Một tuần sau, quân đội Thái Lan lật đổ Thủ tướng được bầu cử. Đồng bạt Thái không hề biến động. "Chúng tôi đã dự đoán được một cuộc đảo chính, và chúng tôi cũng mất cả tiền," Jamie nói.

Lỗ không phải là vấn đề lớn; nó là một phần của kế hoạch. Họ thua nhiều hơn thắng, nhưng những khoản lỗ của họ, cái giá của những quyền chọn, không đáng kể gì so với những khoản lời mà họ nhận được. Có một lý do hợp lý lý giải cho thành công của họ, điều mà Charlie và Jamie chỉ có thể cảm nhận qua trực giác nhưng Ben, người đã định giá các quyền chọn cho một công ty Phố Wall lớn, sẵn sàng giải thích: Các quyền chọn tài chính bị định giá sai một cách có hệ thống. Thị trường thường đánh giá thấp khả năng có biến động lớn về giá và có xu hướng giả định trước rằng tương lai xa sẽ trông giống hiện tại. Cuối cùng, giá của một quyền chọn tương quan chặt chẽ với sự biến động của cổ phiếu, tiền tệ hoặc hàng hóa cơ sở, và thị trường quyền chọn có xu hướng phụ thuộc vào quá khứ gần đây để xác định mức độ biến động của một cổ phiếu, tiền tệ hoặc hàng hóa. Khi cổ phiếu của IBM được giao dịch ở mức 34 đô-la một cổ phiếu và đã nhảy điên loạn trong suốt năm qua, thì một quyền chọn để mua nó với mức giá 35 đô-la một cổ phiếu ở bất cứ thời điểm nào trong tương lai gần hiếm khi bị định giá quá thấp. Khi vàng được giao dịch xung quanh mức giá 650 đô-la một ounce trong hai năm qua, thì một quyền chọn mua nó với mức giá 2.000 đô-la một ounce vào bất cứ thời điểm nào trong 10 năm tới có thể đã bị định giá rất thấp. Quyền chọn càng dài hạn, các kết quả dựa trên mô hình định giá quyền chọn Black Scholes càng ngớ ngẩn, và những người không sử dụng nó càng có cơ hội lớn hơn.

Kỳ lạ thay, đó chính là Ben, người rất bình thường nhất trong ba người, người góp phần không

nhỏ giúp Cornwall Capital xuất hiện trong mắt những người ngoài cuộc như là một tổ chức quản lý tiền tệ thông thường. Anh có kiến thức về các sàn giao dịch Phố Wall và cũng biết mức độ mà Charlie và Jamie đang bị phạt khi các công ty lớn ở Phố Wall nhận ra họ không phải là các nhà đầu tư nghiêm túc thật sự, hay như Ben nói, "một quỹ phòng hộ đàn đúm trong gara." Quyền chọn dài hạn nhất mà các nhà đầu tư cá nhân có thể mua được trên sàn giao dịch đại chúng là LEAP, một loại quyền chọn 2 năm rưỡi đối với cổ phiếu phổ thông. "Các anh biết đấy," Ben nói với Charlie và Jamie, "nếu các anh trở thành nhà đầu tư tổ chức nghiêm túc, các anh có thể gọi đến Lehman Brothers hay Morgan Stanley và mua các quyền chọn 8 năm cho bất cứ thứ gì các anh muốn. Các anh có muốn điều đó không?"

Họ muốn! Họ rất muốn có thể giao dịch trực tiếp với nguồn tạo ra cái mà họ xem là các quyền chọn bị định giá thấp nhất: các bàn giao dịch định lượng tinh vi nhất ở Goldman Sachs, Deutsche Bank, Bear Stearns và các công ty còn lại. Họ gọi đó là giấy phép đi săn. Giấy phép đi săn có tên là ISDA. Chúng là những thỏa thuận giống nhau, được Hiệp hội Phái sinh và Hoán đổi Quốc tế đưa ra, mà Mike Burry đã bảo đảm trước khi anh mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu đầu tiên. Nếu có ISDA, về lý thuyết, bạn có thể giao dịch với các công ty lớn ở Phố Wall, nếu không ngang hàng thì ít nhất cũng là ở vị trí công ty phát triển. Vấn đề là, dù họ rất thành công trong việc quản lý tài chính, nhưng kỳ thực, họ vẫn không có nhiều tiền. Tồi tệ hơn, những gì họ có là tiền của chính họ. Ở Phố Wall, họ được phân cấp, ở mức tốt nhất là "các cá nhân có giá trị tài sản ròng cao." Những người giàu. Những người giàu nhận được dịch vụ tốt hơn từ Phố Wall so với những người trung lưu, nhưng họ vẫn chỉ là công dân hạng hai so với những nhà quản lý tiền tệ tổ chức. Hơn thế nữa, người giàu thường không được mời tham gia mua hay bán các chứng khoán bí truyền, ví dụ như các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, mà không được giao dịch trên các sàn giao dịch mở. Những chứng khoán đó càng ngày càng trở thành linh hồn của Phố Wall.

Đến đầu năm 2006, Cornwall Capital đã tăng số vốn của nó lên đến gần 30 triệu đô-la, nhưng ngay cả khi đó, đối với các bàn giao dịch bên trong các công ty Phố Wall chuyên bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, thì nó chỉ là một khoản tiền nhỏ đến nực cười. "Chúng tôi đã gọi cho Goldman Sachs," Jamie nói, "và ngay lập tức biết rằng họ không muốn giao dịch với chúng tôi. Lehman Brothers thì cười nhạo chúng tôi. Đó là một pháo đài bất khả xâm phạm mà bạn hoặc phải trèo vào hoặc đào sâu xuống dưới." "J.P. Morgan thực sự đã khước từ chúng tôi trở thành khách hàng," Charlie nói. "Họ nói chúng tôi quá phiền toái." Và họ phiền toái thật! Sở hữu một khoản tiền "trẻ con", nhưng họ lại muốn được đối xử như "người trưởng thành." "Chúng tôi muốn mua các quyền chọn cho bạch kim từ Deutsche Bank," Charlie nói, "và họ đều kiểu như, 'Xin lỗi chúng tôi không thể hợp tác với các anh.'" Phố Wall khiến bạn phải trả tiền để quản lý

tài sản của chính mình thay vì trả cho một ai khác ở Phố Wall để họ làm điều đó cho bạn. “Không ai chấp nhận chúng tôi,” Jamie nói. “Chúng tôi gọi đến nhiều nơi và ít nhất chúng tôi phải có 100 triệu đô-la mới mong được tin cậy.”

Khi họ gọi cho UBS, một ngân hàng lớn của Thụy Sĩ, họ đã có đủ kinh nghiệm để không trả lời câu hỏi của gã ở đầu dây bên kia khi hắn hỏi họ có bao nhiêu tiền. “Chúng tôi đã học được cách để lấp liếm câu đó,” Jamie nói. Cuối cùng, UBS đã mất nhiều thời gian hơn để từ chối họ. “Họ nói kiểu như, ‘Anh muốn bán bao nhiêu?’” Charlie nhớ lại. “Chúng tôi nói không nhiều lắm. Vì thế họ hỏi, ‘Anh có thường giao dịch không?’ Chúng tôi nói, không thường xuyên lắm. Và có một sự im lặng kéo dài. Sau đó, ‘Hãy để tôi trao đổi với sếp tôi đã.’ Và chúng tôi không bao giờ nhận được hồi âm từ họ.”

Họ cũng không may mắn hơn với Morgan Stanley hay Merrill Lynch và các công ty còn lại. “Họ sẽ nói, ‘Hãy cho chúng tôi xem tài liệu tiếp thị của các anh,’” Charlie nói, “và chúng tôi sẽ nói, ‘Chúng tôi không có những tài liệu đó.’ Họ sẽ nói, ‘Được rồi, vậy hãy cho chúng tôi xem các tài liệu đề nghị của các anh.’ Chúng tôi không có bất cứ tài liệu đề nghị nào bởi đó không phải là tiền của những người khác. Vì thế họ nói, ‘Được rồi, vậy các anh có bao nhiêu.’ Chúng tôi sẽ nói, ‘Chúng tôi cũng không có đủ tiền.’ Họ sẽ nói, ‘Được rồi, hãy cho chúng tôi xem hồ sơ về các anh.’”Nếu Charlie và Jamie có quen biết gì với giới quản lý tài chính – công việc trước đây chẳng hạn – thì nó có thể làm tăng uy tín cho hồ sơ của họ, nhưng họ lại không hề có. “Cuộc nói chuyện luôn kết thúc bằng câu hỏi, ‘Vậy các anh có cái gì?’”

Sự liều lĩnh. Cộng thêm 30 triệu đô-la mà với nó, họ sẵn sàng và có thể làm bất cứ điều gì họ muốn. Cộng với một cựu nhân viên giao dịch các sản phẩm phái sinh có nét khải huyền, người biết rõ các công ty Phố Wall lớn này hoạt động như thế nào. “Jamie và Charlie đã đề nghị được cấp ISDA trong 2 năm, nhưng họ thực sự không biết phải làm thế nào,” Ben nói. “Họ thậm chí còn không biết thuật ngữ ‘ISDA.’”

Charlie không bao giờ hoàn toàn hiểu Ben đã làm việc đó như thế nào, nhưng bằng cách nào đó, anh đã thuyết phục được Deutsche Bank, ngân hàng đã yêu cầu một nhà đầu tư quản lý 2 tỉ đô-la phải được coi như một tổ chức, chấp nhận Cornwall Capital dựa trên “nền tảng tổ chức của họ.” Ben khẳng định rằng đó thực sự chỉ là vấn đề liên quan đến việc biết đúng người để gọi điện, và dùng đúng ngôn ngữ để làm thỏa mãn mối quan tâm của họ. Trước khi họ biết điều đó, một nhóm từ Deutsche Bank đã đồng ý đến thăm Cornwall Capital để xác định xem liệu họ có xứng đáng với vị trí “khách hàng tổ chức của Deutsche Bank” hay không. “Ben đã đưa ra một ngân hàng tuyệt vời,” Charlie nói.

Deutsche Bank có một chương trình mang tên KYC (Know Your Customer – Thấu hiểu khách hàng), trong đó nó buộc họ phải gặp gỡ khách hàng của mình trực tiếp ít nhất một lần. Nghe nói rằng họ sẽ phải tham gia vào chương trình KYC, lần đầu tiên Charlie và Jamie cảm thấy họ có vấn đề về hình thức bề ngoài. Không gian nhỏ của Cornwall Capital quyến rũ theo một cách không hề mang tính tài chính – một căn phòng tối với các bức tường màu gạch đỏ ở phía sau nhìn ra một khu vườn hoang nhỏ bé, khiến người ta dễ liên tưởng đến một khung cảnh đầy cám dỗ hơn là việc mua bán một hợp đồng hoán đổi nợ xấu. Tuy vậy, Cornwall Capital vẫn nhận được ISDA.

Theo thỏa thuận này, Cornwall Capital có nghĩa vụ mua đối với Deutsche Bank còn Deutsche Bank có nghĩa vụ bán đối với Cornwall Capital. Nếu Cornwall Capital đặt cược với Deutsche Bank và nó rơi vào tình huống "đang được tiền," Deutsche Bank sẽ không phải thế chấp tài sản. Cornwall sẽ chỉ cần hy vọng rằng Deutsche Bank có thể hoàn trả các khoản nợ của nó. Mặt khác, nếu giao dịch đi theo chiều hướng tiêu cực với Cornwall Capital, hàng ngày, họ bắt buộc phải thế chấp một khoản bằng với khoản họ đã đặt cược. Vào thời điểm đó, Charlie và Jamie và Ben không quá lo lắng về quy định này, hay các quy định tương tự trong ISDA mà họ đã thỏa thuận với Bear Stearns. Họ rất vui khi được phép mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu từ Greg Lippmann.

Giờ thì sao? Họ là những anh chàng trẻ tuổi vội vã – họ không tin giao dịch tồn tại và không biết nó sẽ kéo dài thêm trong bao lâu – nhưng họ dành vài tuần để tranh cãi với nhau về việc đó. Bài giới thiệu kinh doanh của Lippmann vừa xa lạ nhưng cũng vừa rất hấp dẫn đối với họ. Cornwall Capital chưa bao giờ mua hay bán một trái phiếu thế chấp, nhưng họ có thể nhận thấy rằng một hợp đồng hoán đổi nợ xấu thực chất chỉ là một quyền chọn tài chính: Bạn đóng một khoản phí bảo hiểm nhỏ, và nếu có đủ người đi vay dưới chuẩn vỡ nợ ở các khoản thế chấp của họ, bạn sẽ giàu có. Tuy nhiên, trong trường hợp này, họ có được một tấm vé giá rẻ đi xem một vở kịch có vẻ chắc chắn sẽ xảy ra. "Chúng tôi đang theo dõi giao dịch," Charlie nói, "và chúng tôi đã nghĩ, kiểu như, điều này tốt đến mức không thể tin được. Thế quái nào mà tôi lại có thể mua được các CDS cho BBB [các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho tranche BBB của trái phiếu thế chấp dưới chuẩn] ở mức này? Một người khác trong con người họ lại nói, 'Ồ, tôi nghĩ tôi sẽ đổi 200 điểm cơ bản để nắm lấy rủi ro này?' Mức giá này quá bèo. Nó thật vô lý." Bây giờ là đầu tháng 10 năm 2006. Một vài tháng trước đó, vào tháng 6, giá nhà đất trên toàn nước Mỹ bắt đầu giảm lần đầu tiên. Trong 5 tuần, vào ngày 29 tháng 11, chỉ số của các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, được gọi là ABX, đã bị sụt giảm về lãi suất lần đầu tiên. Những người đi vay đã không thanh toán lãi đủ để trả hết các trái phiếu dưới chuẩn rủi ro nhất. Các khoản thế chấp

cơ sở đã trở nên tồi tệ, tuy nhiên giá của các trái phiếu được bảo đảm bởi các khoản vay vẫn không hề nhúc nhích. "Đó là điều rất kỳ lạ," Charlie nói. "Chúng đã bắt đầu trở nên xấu đi. Chúng tôi liên tục hỏi, 'Đứa chết tiệt nào đang ở phía bên kia của vụ giao dịch này?' Và câu trả lời cứ liên tục là, 'Đó là CDO.'" Tất nhiên, điều đó dấy lên một câu hỏi khác: Một CDO là ai hay cái gì?

Thường khi họ bước vào một thị trường mới – bởi họ nhận thấy một số tai nạn tiềm tàng đang chực xảy ra mà có vẻ rất đáng đặt cược – họ tìm một chuyên gia làm người hướng dẫn cho họ. Thị trường này quá khác biệt so với trải nghiệm của họ đến mức họ đã phải mất nhiều thời gian hơn bình thường mới tìm ra được sự giúp đỡ. "Tôi chỉ lờ mờ biết ABS [asset-backed security – chứng khoán đảm bảo bằng tài sản] là gì," Charlie nói. "Nhưng tôi không hề biết CDO là gì." Cuối cùng, họ đã phát hiện ra rằng mục đích của ngôn ngữ trong thị trường trái phiếu khác xa so với mục đích của nó trong đời thực. Thuật ngữ trong thị trường trái phiếu được đưa ra để làm bối rối người ngoài cuộc hơn là để chuyển tải ý nghĩa. Các trái phiếu định giá quá cao không có nghĩa là "đắt," mà nghĩa là "giàu," điều khiến các bạn có cảm giác nên mua chúng. Các tầng trái phiếu thế chấp dưới chuẩn không được gọi là tầng – hay bất cứ thứ gì khác có thể khiến người mua trái phiếu tưởng tượng ra một hình ảnh cụ thể trong đầu – mà là các tranche. Tranche dưới cùng – tầng trệt rủi ro – không được gọi là tầng trệt mà là mezzanine, hay mezz, khiến nó nghe có vẻ ít giống một khoản đầu tư mạo hiểm mà giống một chỗ ngồi có giá cao trong một sân vận động mái vòm. Một CDO mà bao gồm không gì khác ngoài một lớp mezzanine rủi ro nhất của các thế chấp dưới chuẩn không được gọi là một CDO bảo đảm bằng dưới chuẩn mà là một "CDO tài chính phân lớp." "Có quá nhiều nhầm lẫn về các thuật ngữ khác nhau," Charlie nói. "Trong quá trình tìm hiểu nó, chúng tôi phát hiện ra một lý do lý giải cho việc tại sao chúng tôi thấy chúng thật vô lý. Đó là bởi chúng thật vô lý."

Thị trường thế chấp dưới chuẩn có năng lực đặc biệt trong việc che dấu những gì cần phải được làm rõ. Ví dụ, một trái phiếu được đảm bảo hoàn toàn bằng các thế chấp dưới chuẩn không được gọi là một trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Nó được gọi là một ABS, hay chứng khoán đảm bảo bằng tài sản. Khi Charlie hỏi Deutsche Bank chính xác những tài sản nào bảo hiểm cho một chứng khoán đảm bảo bằng tài sản, anh nhận được một danh sách các từ viết tắt – RMBS, HELs, HELOCs, Alt-A – cùng với một danh mục tín dụng mà anh không biết chúng tồn tại. RMBS là từ viết tắt của Residential Mortgage-Backed Security hay chứng khoán đảm bảo bằng thế chấp nhà ở. HEL là từ viết tắt của Home Equity Loan hay khoản vay giá trị chủ sở hữu nhà. HELOC viết tắt của Home Equity Line Of Credit hay hạn mức tín dụng giá trị chủ sở hữu nhà. Alt-A là các khoản vay thế chấp không hấp dẫn mà thậm chí không yêu cầu tài liệu phù

hợp – ví dụ như để xác minh thu nhập của người vay. “A” là ký hiệu cho những người vay có khả năng thanh toán cao nhất; Alt-A, viết tắt của từ “Alternative A-paper” (Tài liệu A thay thế), có nghĩa là một phương án thay thế cho khả năng thanh toán cao nhất; đương nhiên, điều này nghe có vẻ ám muội khi được giải thích theo cách này. Theo thông lệ, bất kỳ khoản vay nào được chuyển sang từ viết tắt có thể được gọi tên cụ thể hơn là một “khoản vay dưới chuẩn,” nhưng thị trường trái phiếu không muốn rõ ràng. Một tay lắm mánh khóe trong thị trường trái phiếu có thể đã nhìn chầm chầm vào đống thế chấp dưới chuẩn theo cách giống như một nhà phát triển bất động sản đầy tham vọng ngắm nhìn vùng đất Oakland và tìm ra cơ hội thay đổi hình ảnh của một vài mảnh đất. Ở ven Oakland có một khu vực giả dạng như một thị trấn hoàn toàn tách biệt mang tên Rockridge. Chỉ đơn giản bằng cách từ chối bị gọi là Oakland, Rockridge đã có giá trị cao hơn. Trong thị trường thế chấp dưới chuẩn cũng có một khu vực tương tự được gọi là giữa chuẩn (midprime). Giữa chuẩn chính là dưới chuẩn – thế nhưng bằng cách nào đó, lại không phải vậy. “Tôi phải mất một thời gian mới hiểu ra rằng những thứ này trong thị trường trái phiếu thực ra gần như giống nhau hoàn toàn,” Charlie nói. “Các công ty Phố Wall đã khiến các cơ quan xếp hạng chấp nhận những cái tên khác nhau cho nó để nó có vẻ giống như một rổ tài sản được đa dạng hóa.”

Charlie, Jamie và Ben đã thâm nhập thị trường thế chấp dưới chuẩn với giả định rằng họ muốn làm những gì mà Mike Burry và Steve Eisman đã làm, và tìm ra những trái phiếu dưới chuẩn tồi tệ nhất để đặt cược chống lại chúng. Họ đã nhanh chóng có được những thông tin mới nhất về điểm FICO, tỉ lệ vay trên giá trị tài sản thế chấp, các khoản thế chấp thứ hai, sự điên rồ đặc biệt của California và Florida, và cấu trúc lạc quan đến kinh ngạc của chính các trái phiếu: Các tranche BBB-, tầng trệt của tòa nhà, chỉ cần thua lỗ 7% trong rổ cơ sở là sẽ trở nên vô giá trị. Nhưng sau đó họ quyết định làm một điều hoàn toàn khác biệt – và sinh lợi nhiều hơn – những điều mà những người khác đặt cược chống lại thị trường thế chấp dưới chuẩn đang làm: Họ đặt cược chống lại các tầng cao hơn – các tranche xếp hạng AA – của CDO.

Họ nhận ra rằng họ có hai lợi thế. Đầu tiên chính là họ đã thâm nhập vào thị trường quá muộn, chỉ trước khi nó sụp đổ, và sau chỉ một nhóm nhỏ các nhà quản lý tài chính khác. “Một trong những lý do chúng tôi có thể di chuyển rất nhanh,” Charlie nói, “chính là chúng tôi đang thấy rất nhiều phân tích thuyết phục mà chúng tôi không phải mất công tạo dựng từ đầu.” Lợi thế còn lại là cách tiếp cận viển vông của họ vào các thị trường tài chính: Họ chủ tâm tìm kiếm các phi vụ có khả năng thành công rất thấp nhưng sẽ đem lại phần thưởng lớn nếu thành công. Họ đang lùng sục các thị trường để tìm ra các cuộc đánh cược mà tỉ lệ cược thực bằng 10:1 nhưng được định giá như thể tỉ lệ cược là 100:1.“Chúng tôi đang tìm kiếm những đòn bẩy miễn truy

đòi," Charlie nói. "Đòn bẩy đồng nghĩa với việc khuếch đại hiệu ứng. Bạn có một cây xà beng, bạn chỉ cần một chút lực, bạn có thể biến nó thành một lực rất lớn. Chúng tôi đang mong chờ được ở vào vị trí nơi những thay đổi nhỏ trong trạng thái của thế giới có thể tạo ra những thay đổi to lớn về mặt giá trị."

Tiếp đến là CDO. Họ có thể chưa từng biết CDO là gì, nhưng tâm trí của họ đã được chuẩn bị cho nó, bởi một thay đổi nhỏ về trạng thái của thế giới có thể tạo ra một thay đổi to lớn về giá trị của một CDO. Theo quan điểm của họ, một CDO thực chất chỉ là một đống trái phiếu thế chấp xếp hạng BBB. Các công ty Phố Wall đã thông đồng với các cơ quan xếp hạng để tuyên bố số trái phiếu đó là một tập hợp tài sản được đa dạng hóa, nhưng bất cứ ai cũng có thể nhận thấy rằng nếu một thế chấp dưới chuẩn BBB xấu đi, hầu hết sẽ xấu đi, bởi tất cả chúng đều dễ bị tổn thương với cùng các tác động về kinh tế. Các khoản vay thế chấp dưới chuẩn ở Florida sẽ vỡ nợ vì cùng lý do, và cùng lúc, với các khoản vay thế chấp dưới chuẩn ở California. Và 80% số CDO mà có thành phần chỉ gồm các trái phiếu BBB được xếp hạng cao hơn BBB: AAA, AA hay A. Để quét sạch bất kỳ trái phiếu BBB nào – tầng trệt của tòa nhà – chỉ cần một khoản thua lỗ 7% trong rổ cho vay mua nhà cơ sở. Tỷ lệ thua lỗ 7% này cũng sẽ quét sạch toàn bộ bất kỳ CDO nào được tạo nên từ các trái phiếu BBB, cho dù nó được xếp hạng như thế nào. "Chúng tôi đã mất nhiều tuần liền để thực sự nắm bắt được nó bởi nó rất kỳ lạ," Charlie nói. "Nhưng càng tìm hiểu về CDO, chúng tôi càng cảm thấy kiểu như, Chết tiệt, đó là những thứ điên rồ. Đó là gian lận. Bạn không thể chứng minh nó trước tòa. Nhưng đó thực sự là gian lận."

Đó cũng là một cơ hội tuyệt vời: Thị trường có vẻ tin vào lời nói dối của chính mình. Nó tính phí bảo hiểm cho tầng CDO xếp hạng AA mà được cho là an toàn hơn thấp hơn rất nhiều so với phí cho các trái phiếu xếp hạng BB đầy rủi ro. Tại sao lại phải trả 2%/năm để đặt cược trực tiếp chống lại các trái phiếu xếp hạng BBB khi họ có thể trả mức 0,5%/năm để thực hiện các vụ đặt cược có hiệu quả tương tự chống lại tầng CDO xếp hạng AA? Hơn nữa, nếu họ trả ít hơn 4 lần thì họ có thể đặt cược thêm 4 lần.

Họ gọi đến các công ty lớn ở Phố Wall để xem có ai ngăn cản họ mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche CDO xếp hạng AA không. "Điều đó tốt đến mức không thể tin được," Jamie nói. "Và khi điều gì đó có vẻ tốt đến mức không thể tin được, chúng tôi sẽ cố tìm ra lý do." Một cộng sự tại Deutsche Bank tên là Rich Rizzo, người đã làm việc cho Greg Lippmann, đã thử làm việc đó. Thỏa thuận ISDA đã tiêu chuẩn hóa CDS cho CDO (một thỏa thuận khác so với thỏa thuận ISDA đã tiêu chuẩn hóa CDS cho các trái phiếu thế chấp) vừa mới được tạo ra một vài tháng trước đó, vào tháng 6 năm 2006, Rizzo giải thích. Chưa ai từng mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho CDO xếp hạng AA, có nghĩa là có vẻ không có một thị trường thanh khoản cho

chúng, và như vậy, họ không được đảm bảo là có thể bán chúng khi họ muốn, hoặc có được một mức giá hợp lý.

Charlie nhớ lại, “Anh ta còn nói là mọi thứ sẽ không bao giờ trở nên tồi tệ đến mức khiến CDO xấu đi theo.”

Cornwall Capital không đồng tình với điều này. Họ không biết chắc rằng các khoản vay dưới chuẩn sẽ vỡ nợ với số lượng đủ để khiến CDO sụp đổ. Tất cả những gì họ biết là Deutsche Bank cũng không biết, và không ai biết. Có thể có một mức giá “đúng” nào đó để bảo hiểm những thua lỗ đầu tiên trong các rổ trái phiếu được bảo đảm bởi các rổ gồm các khoản vay đáng ngờ, nhưng đó không phải là 0,5%.

Tất nhiên, nếu bạn chuẩn bị đặt cược vào một CDO, thì sẽ rất hữu ích nếu bạn biết chính xác có gì bên trong một CDO. Vấn đề là họ vẫn không biết. Khó khăn tuyệt đối mà họ gặp phải khi thu thập thông tin cho thấy hầu hết các nhà đầu tư đơn giản là đã bỏ qua giai đoạn này trong quá trình thẩm định đầu tư. Mỗi CDO gồm nhiều trái phiếu trong một trăm trái phiếu thế chấp khác nhau. Các trái phiếu này lại bao gồm hàng nghìn các khoản vay khác nhau. Hầu như không thể tìm ra phần nào hay khoản vay nào. Thậm chí các cơ quan xếp hạng, những người mà ban đầu được cho là có thông tin tốt nhất, cũng không biết. “Tôi gọi cho S&P và hỏi liệu họ có thể nói cho tôi CDO bao gồm những gì không,” Charlie nói. “Và họ nói, ‘Ồ, chúng tôi đang tìm hiểu việc đó.’” Moody’s và S&P đang xếp chồng các trái phiếu BBB này, giả định rằng chúng được đa dạng hóa, và xếp hạng chúng – mà thậm chí không cần biết đằng sau các trái phiếu này có gì! Có hàng trăm các giao dịch CDO – những thứ trị giá 400 triệu đô-la đã được tạo ra chỉ trong vòng 3 năm qua – nhưng không cái nào được xem xét kỹ lưỡng một cách hợp lý. Charlie đã tìm được một nguồn đáng tin cậy cung cấp các thành phần của CDO, một công ty dữ liệu mang tên Intex, nhưng Intex không trả lời các cuộc gọi của anh, và anh biết được rằng họ không mấy hứng thú với việc trao đổi với các nhà đầu tư nhỏ lẻ. Cuối cùng, anh đã tìm thấy một trang web, được Lehman Brothers quản lý, có tên gọi là LehmanLive.

LehmanLive không cho bạn biết chính xác một CDO gồm những gì, nhưng nó cung cấp một bức tranh sơ lược về các đặc tính nổi bật của nó như: các trái phiếu phía sau CDO được tạo ra vào năm nào, có bao nhiêu trái phiếu trong số đó được đảm bảo chủ yếu bởi các khoản vay dưới chuẩn. Charlie và Jamie tập trung vào tìm kiếm hai đặc trưng cụ thể: các CDO có tỉ lệ phần trăm các trái phiếu được đảm bảo hoàn toàn bởi những khoản vay thế chấp dưới chuẩn gần đây cao nhất, và các CDO có tỉ lệ phần trăm các CDO khác cao nhất. Đây là một sự thật kỳ lạ khác về CDO: chúng thường xuyên đóng gói lại các tranche của các CDO khác, có lẽ là các tranche mà

những người khởi tạo ra chúng ở Phố Wall khó bán. Điều còn đáng kinh ngạc hơn nữa là tính tuần hoàn của chúng: CDO "A" sẽ chứa một CDO "B"; CDO "B" sẽ chứa một CDO "C"; và CDO "C" sẽ chứa một CDO "A"! Tìm kiếm các trái phiếu xấu trong một CDO giống như việc chặt củi trên rừng: Câu hỏi không phải là liệu bạn có chặt được củi không mà là bạn hài lòng với những gì bạn có được nhanh đến mức nào. Chính những cái tên của chúng cũng không trung thực, và không nói lên bất cứ điều gì về thành phần của chúng, người tạo ra chúng hay quản lý chúng: Carina, Gemstone, Octans III, Glacier Funding. "Tất cả đều có những cái tên ngẫu nhiên," Jamie nói. "Vì một lý do nào đó mà chúng tôi không bao giờ biết, rất nhiều trong số chúng được đặt tên cho những ngọn núi ở Adirondacks."

Họ đưa ra một danh sách vội vàng gồm những gì mà họ hy vọng là những thứ rác rưởi nhất và gọi cho một số nhà môi giới. Thật khó để họ thoát khỏi các nhà môi giới phục vụ những người giàu để làm việc với những nhà môi giới phục vụ các tổ chức đầu tư thị trường chứng khoán lớn. Họ lại tiếp tục gặp khó khăn trong việc thoát khỏi các nhà môi giới thị trường chứng khoán thành công nhất và giành được sự chấp thuận từ những người ở trong thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. "Rất nhiều người khi chúng tôi gọi đến đều nói rằng, 'Này, tại sao các anh không mua một vài cổ phiếu!'"Charlie nói. Bear Stearns không thể tin rằng những thanh niên trẻ tuổi không có tiền này lại muốn mua không chỉ các hợp đồng hoán đổi nợ xấu mà còn là một hợp đồng hoán đổi nợ xấu bí truyền chưa ai từng mua. "Tôi nhớ đã cười nhạo họ," một nhân viên kinh doanh hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Bear Stearns, người đầu tiên nhận được yêu cầu của họ nói.

Tại Deutsche Bank, họ được gặp một nhân viên kinh doanh trái phiếu 23 tuổi, người chưa từng có khách hàng riêng nào. "Lý do tôi biết Ben và Charlie," người thanh niên trẻ này nói, "là bởi không ai ở Deutsche Bank muốn giao dịch với họ. Họ có khoảng 25 triệu đô-la, một con số mà đối với Deutsche Bank thực sự chẳng đáng gì. Không ai muốn nhận cuộc gọi của họ. Mọi người lôi tên của họ ra để đùa.'" Tuy nhiên, một lần nữa, Deutsche Bank đã chứng minh mình là người sẵn sàng giao dịch với họ nhất. Vào ngày 16 tháng 10 năm 2006, họ mua từ bàn giao dịch của Greg Lippmann 7,5 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche AA của một CDO có tên là Pine Mountain. 4 ngày sau đó, Bear Stearns đã bán cho họ thêm 50 triệu đô-la. "Bằng cách nào đó, họ biết Ace," nhân viên kinh doanh hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Bear Stearns nói. "Vì vậy chúng tôi phải giao dịch với họ."

Charlie và Jamie tiếp tục gọi cho tất cả những người mà họ có thể nghĩ đến, kể cả những người không mấy liên quan đến thị trường mới này, với hy vọng sẽ tìm ra được người có thể giải thích những gì họ cho là một sự điên rồ tuyệt đối. Một tháng sau đó, cuối cùng, họ cũng tìm

thấy và thuê một chuyên gia về thị trường của mình – một anh chàng tên là David Burt. Burt đã làm việc cho quỹ trái phiếu một nghìn tỉ đô-la BlackRock, thuộc quyền sở hữu một phần của Merrill Lynch, với nhiệm vụ đánh giá tín dụng thế chấp dưới chuẩn. Công việc của anh là xác định các trái phiếu chuẩn bị xấu đi trước khi điều đó thực sự xảy ra. Giờ đây, anh đã bỏ việc với hy vọng gây quỹ cho riêng mình nhằm đầu tư vào các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Để kiếm sống, anh sẵn sàng làm viêc với mức lương 50.000 đô-la/tháng cho những kẻ kỳ quặc ở Cornwall Capital. Burt có những thông tin giật gân nhất, và các mô hình để phân tích các thông tin đó – ví dụ, anh ta có thể cho bạn biết những gì sẽ xảy ra đối với các khoản vay thế chấp, lần lượt theo từng mã vùng, tùy theo các trường hợp giá nhà đất khác nhau. Anh có thể sử dụng thông tin đó và nói cho bạn điều gì có khả năng xảy ra nhất với các trái phiếu thế chấp cụ thể. Anh nghĩ, cách tốt nhất để tận dụng thông tin này là mua những gì được cho là các trái phiếu thế chấp có tình trạng tốt hơn đồng thời bán đi những trái phiếu có tình trạng xấu hơn.

Sự phức tạp khéo léo của kẻ trong cuộc không khiến Cornwall Capital hứng thú. Dành nhiều thời gian để chọn các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn tốt nhất là một việc làm ngu ngốc, nếu bạn nghi ngờ rằng toàn bộ thị trường sắp nổ tung. Họ đưa cho Burt một danh sách các CDO mà họ đã đặt cược chống lại và hỏi anh ta nghĩ gì. "Chúng tôi luôn tìm kiếm một ai đó có thể giải thích cho chúng tôi lý do tại sao chúng tôi không biết mình đang làm gì," Jamie nói. "Nhưng anh ta không thể." Những gì Burt có thể nói với họ lúc đó chỉ là họ có thể là những người đầu tiên từng mua một hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche AA của một CDO. Tuy nhiên, một vài tuần sau đó, Burt đã đưa cho họ một phân tích khiến họ ngạc nhiên: Họ đã chọn lựa thật tuyệt vời. "Anh ta nói, kiểu như, 'Wow, các anh đã làm rất tốt. Có rất nhiều trái phiếu thật sự dở tệ trong những CDO này,'" Charlie nói. Họ vẫn chưa nhận ra rằng các trái phiếu bên trong các CDO của họ thực sự là các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho trái phiếu, và vì thế các CDO của họ không phải là các CDO bình thường mà là CDO tổng hợp, hay rằng các trái phiếu mà các hợp đồng hoán đổi này dựa vào đã được Mike Burry, Steve Eisman và những người đặt cược chống lại thị trường lựa chọn cẩn thận. Xét theo nhiều khía cạnh, họ vẫn là những người ngây thơ.

Lúc nào cũng vậy, thách thức nằm ở khả năng đóng vai người bao quát thị trường mà không đóng vai kẻ ngốc ở bàn chơi poker. Đến tháng 1 năm 2007, trong quỹ nhỏ trị giá 30 triệu đô-la của mình, họ đã sở hữu 110 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho tranche xếp hạng AA gồm các CDO được bảo đảm bởi tài sản. Những người đã bán cho họ các hợp đồng hoán đổi vẫn không biết chúng được làm bằng gì. "Họ đang đặt cược gấp nhiều lần số vốn mà họ có," nhà môi giới trẻ của Deutsche Bank nói. "Và họ đang thực hiện nó trong các CDS cho CDO, thứ mà chỉ có khoảng 3 hay 4 gã trong cả ngân hàng có thể nói một cách thông minh về nó."

Charlie, Jamie và Ben vừa hiểu những gì họ đã làm, vừa không. “Chúng tôi kiểu như bị ám ảnh về giao dịch này,” Charlie nói. “Chúng tôi đã bắt những người chúng tôi quen phải nói tất cả những gì họ biết về nó. Nhưng chúng tôi vẫn không thể tìm ra bên còn lại trong cuộc cá cược. Chúng tôi tiếp tục tìm kiếm những người có thể giải thích tại sao chúng tôi sai. Chúng tôi vẫn liên tục tự hỏi liệu chúng tôi có điên không. Cảm giác này luôn áp đảo chúng tôi.”

Chỉ vài tuần nữa là thị trường sẽ chuyển mình, và cuộc khủng hoảng sẽ bắt đầu, nhưng họ không biết điều đó. Họ ngờ rằng nhà hát trống không mà họ đã đi vào này đang chuẩn bị trình diễn một vở kịch tài chính tuyệt vời nhất họ từng được xem, nhưng họ cũng không biết điều đó. Tất cả những gì họ biết chỉ là họ không biết quá nhiều thứ. Một hôm, qua điện thoại, nhân viên kinh doanh hợp đồng hoán đổi nợ xấu Bear Stearns của họ đã nói rằng hội nghị dưới chuẩn lớn hàng năm sẽ được tổ chức trong năm ngày tới ở Las Vegas. Mọi nhân vật chóp bu trong thị trường thế chấp dưới chuẩn đều sẽ có mặt ở đó, với thẻ tên, và đi lòng vòng xung quanh khách sạn The Venetian. Bear Stearns đang lên kế hoạch cho một chuyến dã ngoại đặc biệt cho khách hàng của mình, ở vùng bắn súng Vegas, nơi họ có thể học cách bắn mọi thứ, từ một khẩu Glock tới một khẩu Uzi. “Bố mẹ tôi là những người thuộc Đảng Tự do của thành phố New York,” Charlie nói. “Tôi thậm chí còn không được phép có một khẩu súng đồ chơi.” Anh đáp chuyến bay cùng với Ben tới Las Vegas, để tham gia vào chuyến dã ngoại với Bear Stearns, và để xem liệu họ có thể tìm thấy ai có thể giải thích cho họ lý do tại sao họ lại sai lầm khi đánh cược chống lại thị trường thế chấp dưới chuẩn.

6. Người nhện ở The Venetian

Lippmann đang phải đối mặt với một vấn đề mới. Giá nhà ở Mỹ đang giảm, các vụ vỡ nợ dưới chuẩn đang gia tăng, nhưng các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn bằng cách nào đó, cũng như mức giá để bảo hiểm chúng, vẫn ổn định. Anh hiện tại đã bán không được 10 tỉ đô-la các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, và anh phải chi trả 100 triệu đô-la phí bảo hiểm mỗi năm, mà không có dấu hiệu kết thúc. “Rõ ràng, anh ta đang mất trí,” Danny nói. Cho đến nay, cuộc đặt cược khổng lồ của Lippmann đang được hỗ trợ bởi các nhà đầu tư như Steve Eisman, người đã trả cho anh ta lệ phí khi họ mua và bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, nhưng các nhà đầu tư như Steve Eisman đang mất dần nhiệt huyết. Một vài trong số những người thay đổi chính kiến trước đây của Lippmann nghi ngờ rằng thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn được Phố Wall dựng lên để bảo đảm rằng các hợp đồng hoán đổi nợ xấu sẽ không bao giờ được thanh toán; những người khác bắt đầu tự hỏi liệu các nhà đầu tư ở phía bên kia cuộc đặt cược có biết điều gì mà họ không biết hay không; và một vài người chỉ đơn giản là không còn hứng thú với việc đóng các khoản phí bảo hiểm để đánh cược chống lại các trái phiếu mà dường như sẽ không bao giờ dao động. Lippmann đã tổ chức trò chơi kéo co lớn này, tập hợp một đội quân để cùng anh kéo đầu dây của mình, và bây giờ các đồng đội của anh tất cả đều muốn bỏ chạy. Anh lo rằng Eisman cũng sẽ từ bỏ.

Phòng teppanyaki bên trong nhà hàng Okada bao gồm bốn không gian. Ở mỗi không gian, Lippmann sắp xếp sao cho chỉ có duy nhất một nhà quản lý quỹ phòng hộ mà anh đã thuyết phục bán khống các trái phiếu dưới chuẩn, ngồi cùng với các nhà đầu tư đang mua các trái phiếu tương tự. Anh hy vọng, những người thuộc quỹ phòng hộ sẽ thấy các nhà đầu tư này ngu ngốc đến nhường nào khi đứng ở bên kia các cuộc cá cược này, và không còn lo lắng rằng các nhà đầu tư này biết những gì họ không biết. Đó là sự khôn ngoan của anh: Danny và Vinny chưa bao giờ thôi lo lắng về việc liệu họ có phải là những kẻ ngu ngốc tại bàn của Lippmann hay không. “Chúng tôi hiểu thị trường cho vay dưới chuẩn và biết các khoản vay sẽ xấu đi,” Vinny nói. “Điều mà chúng tôi không thấy thoải mái chút nào chính là cỗ máy thị trường trái phiếu. Chúng tôi đến Vegas chủ yếu là do chúng tôi cảm thấy cần phải biết chúng tôi bị lừa như thế nào, nếu chúng tôi thực sự đang bị lừa.”

Eisman ngồi vào chiếc ghế được chỉ định giữa Greg Lippmann và một gã tự xưng là Wing Chau đang điều hành một công ty đầu tư tên là Harding Advisory. Khi Eisman hỏi chính xác Harding Advisory tư vấn gì, Wing Chau giải thích rằng anh ta là một nhà quản lý CDO. “Tôi không biết là

có khái niệm nhà quản lý CDO," Eisman nói. "Tôi không biết là có cái để mà quản lý cơ đấy." Sau đó, Eisman không nhớ Wing Chau trông như thế nào, mặc gì, đến từ đâu, hay anh ta ăn và uống gì – mọi thứ ngoại trừ ý tưởng tài chính mà anh ta đã chia sẻ. Nhưng Danny Moses lại đang quan sát và băn khoăn tự hỏi về gã đàn ông mà Lippmann đã thận trọng sắp chỗ bên cạnh Eisman. Anh ta tốt nghiệp Đại học Rhode Island, có bằng kinh doanh từ Cao đẳng Badson, và dành phần lớn sự nghiệp của mình làm những công việc chán ngắt ở những công ty bảo hiểm nhân thọ chán ngắt – nhưng tất cả những điều đó chỉ là quá khứ. Hiện tại, anh ta rõ ràng rất giàu có. "Anh ta có một nụ cười tự mãn, kiểu, Tôi biết nhiều hơn," Danny nói. Danny không biết Wing Chau, nhưng khi anh nghe thấy rằng anh ta là người mua cuối cùng các CDO dưới chuẩn, anh biết chính xác anh ta là ai: một thằng ngu. "Sự thật là tôi không thực sự muốn nói chuyện với anh ta," Danny nói, "bởi tôi không muốn dọa anh ta."

Khi họ thấy Lippmann sắp xếp Eisman ngồi cạnh thằng ngu đó, cả Danny và Vinny có cùng một suy nghĩ: Ôi không. Điều này nhất định sẽ không có kết thúc tốt đẹp. Eisman không biết tự kiềm chế. Anh ta sẽ phát hiện ra gã này ngờ nghệch, và sẽ nói cho anh ta biết điều đó, sau đó, thì sao? Họ cần những kẻ ngốc nghếch; chỉ những kẻ ngốc mới có thể đứng ở phía bên kia các giao dịch của họ. Và họ muốn thực hiện được nhiều giao dịch hơn. "Chúng tôi không muốn mọi người biết chúng tôi đang làm gì," Vinny nói. "Chúng tôi là gián điệp với sứ mệnh tìm ra sự thật." Họ quan sát Eisman ăn và chờ căn phòng nổ tung. Không có gì để làm ngoài việc ngồi yên vị và thưởng thức chương trình. Eisman không bao giờ thực sự lắng nghe những gì bạn nói với anh ta lần đầu. Nếu anh ta thấy hứng thú với những gì bạn vừa nói, tâm trí của anh ta sẽ chuyển sang mức độ tập trung cao nhất. "Hãy nói lại lần nữa", anh ta sẽ nói. Và bạn sẽ nói lại! Bởi bây giờ Eisman rõ ràng đang lắng nghe bạn, và bởi anh lắng nghe rất có chọn lọc, nên bạn sẽ cảm thấy hãnh diện. "Tôi tiếp tục quan sát họ," Danny nói. "Và tôi thấy Steve nói đi nói lại, Hãy nói lại lần nữa. Hãy nói lại lần nữa."

Sau này, bất cứ khi nào Eisman chuẩn bị giải thích cho những người khác về nguồn gốc của khủng hoảng tài chính, anh sẽ bắt đầu từ buổi ăn tối của mình với Wing Chau. Chỉ bây giờ, anh ấy mới đánh giá cao đầy đủ tầm quan trọng của thứ gọi là CDO mezzanine – các CDO gồm chủ yếu là các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB – và các bản sao tổng hợp của nó: CDO gồm toàn bộ là các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB. "Anh phải hiểu điều này," anh nói. "Đây là một động cơ chết người." Anh ta vẽ các tòa tháp nợ. Tòa tháp đầu tiên là các khoản vay dưới chuẩn nguyên gốc được chất đống lại với nhau. Đỉnh của tòa tháp chính là các tranche AAA, tiếp theo là các tranche AA, và cứ thế đi xuống đến dưới cùng là các tranche BBB rủi ro nhất – các trái phiếu mà Eisman đã đặt cược

chống lại. Các công ty Phố Wall đã lấy các tranche BBB này – thứ tồi tệ nhất trong những thứ tồi tệ nhất – để xây nên một tòa tháp trái phiếu khác: CDO. Họ làm vậy là do các cơ quan xếp hạng, với một đống các trái phiếu được bảo đảm bởi các khoản vay đáng ngờ, sẽ tuyên bố 80% số trái phiếu trong đó xếp hạng AAA. Những trái phiếu này sau đó có thể được bán cho các nhà đầu tư – quỹ hưu trí, các công ty bảo hiểm – các đơn vị mà chỉ được phép đầu tư vào các loại chứng khoán xếp hạng cao. Eisman biết rằng con tàu của sự diệt vong này đang được điều khiển bởi Wing Chau và những người giống anh ta. Gã này kiểm soát khoảng 15 tỉ đô-la, chỉ đầu tư vào các CDO được bảo đảm bởi các tranche BBB của một trái phiếu thế chấp. Một năm trước, người mua chính của tranche các CDO dưới chuẩn xếp hạng AAA – có thể nói là phần lớn các CDO – là AIG. Bây giờ AIG đã thoát khỏi thị trường, những người mua chính là các nhà quản lý CDO như Wing Chau. Chau đã tự mình tạo ra nhu cầu khổng lồ cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn rủi ro nhất, mà trước đó về cơ bản là không có nhu cầu. Nhu cầu này rõ ràng đã dẫn đến nguồn cung cấp các khoản vay mua nhà mới, như là nguyên liệu cho các trái phiếu. Wing Chau đã khiến hàng chục ngàn người có cơ hội được trao số tiền mà họ không bao giờ đủ khả năng trả.

Vì nó đã xảy ra, FrontPoint Partners đã dành rất nhiều thời gian soi xét các khoản nợ này, và biết rằng tỉ lệ vỡ nợ đủ để xóa sạch toàn bộ danh mục đầu tư của Wing Chau. "Chúa ơi," Eisman nói với anh ta. "Anh hẳn sẽ có một thời gian khó khăn đấy."

"Không," Wing Chau nói. "Tôi đã bán hết chúng rồi."

Hãy nói lại lần nữa.

Điều này thật vô lý. Công việc của người quản lý CDO là chọn ra công ty Phố Wall cung cấp cho anh ta các trái phiếu dưới chuẩn mà đóng vai trò như là tài sản thế chấp dành cho các nhà đầu tư CDO, và sau đó xem xét kỹ lại các trái phiếu. Người quản lý CDO còn phải giám sát hàng trăm hoặc hơn các trái phiếu dưới chuẩn riêng lẻ trong mỗi CDO, và thay thế các trái phiếu xấu, trước khi chúng trở nên xấu đi, bằng những trái phiếu tốt hơn. Tuy nhiên, đó chỉ là lý thuyết, còn trong thực tế, lý do mà các nhà đầu tư giao tiền cho Wing Chau, và do đó mua được các tranche xếp hạng AAA gồm các CDO – các ngân hàng Đức, các công ty bảo hiểm Đài Loan, các hiệp hội nông dân Nhật Bản, các quỹ hưu trí châu Âu, và nói chung là các đơn vị dù nhiều hay ít cần đầu tư vào các trái phiếu xếp hạng AAA – chính xác là bởi chúng có vẻ rất rõ ràng, không dễ thua lỗ, và không cần thiết phải quản lý hay thậm chí nghĩ nhiều về chúng. Trong thực tế, người quản lý CDO không làm gì nhiều, đó là lý do tại sao những người không có khả năng lại đột nhiên lại muốn trở thành nhà quản lý như vậy. "Hai gã đàn ông và một thiết bị đầu

cuối Bloomberg ở New Jersey" là từ mà Phố Wall dành cho người quản lý CDO điển hình. Hai gã đàn ông càng ít cảnh giác bao nhiêu, và họ càng đặt ra ít câu hỏi về các trái phiếu dưới chuẩn BBB mà họ đang thu thập chuyển thành các CDO bao nhiêu, họ càng có nhiều khả năng được các công ty Phố Wall lớn chiếu cố. Đó là do CDO ra đời chủ yếu nhằm "rửa" các rủi ro của thị trường thế chấp dưới chuẩn mà các công ty không thể đưa ra một cách thẳng thắn. Khi đó, bạn sẽ không bao giờ thích một người quản lý CDO đặt ra nhiều câu hỏi khó.

Thị trường trái phiếu đã tạo ra các điệp viên hai mang – một nhân vật mà dường như đại diện cho lợi ích của các nhà đầu tư trong khi thực chất lại đại diện cho lợi ích của các bàn giao dịch trái phiếu Phố Wall. Để đảm bảo với các nhà đầu tư lớn đã đưa hàng tỉ đô-la cho anh ta rằng anh rất quan tâm đến lợi ích của họ, nhà quản lý CDO phải giữ quyền sở hữu của những thứ được gọi là "vốn chủ sở hữu", hay khoản "thua lỗ đầu tiên" của CDO – khoản biến mất đầu tiên khi các khoản vay dưới chuẩn cung cấp tiền mặt cho CDO bị vỡ nợ. Nhưng nhà quản lý CDO cũng được trả phí 0,01% trên doanh thu trước khi bất cứ nhà đầu tư nào của anh ta nhận được một đồng nào, và một khoản phí tương tự khác tính trên lợi nhuận khi các nhà đầu tư nhận được tiền về. Khoản này có vẻ không nhiều, nhưng khi bạn đang điều hành hàng chục tỉ đô-la mà không phải mất nhiều công sức và không mất chi phí chung, nó sẽ cộng dồn thành con số lớn. Chỉ vài năm trước, Wing Chau đã kiếm được 140.000 đô-la một năm nhờ quản lý một danh mục đầu tư cho Công ty Bảo hiểm Nhân thọ New York. Trong một năm ở cương vị nhà quản lý CDO, anh ta đã kiếm được đến 26 triệu đô-la.

Thật choáng váng khi Chau giải thích cho Eisman rằng anh ta chỉ đơn giản là chuyển toàn bộ số rủi ro mà các khoản vay mua nhà cơ sở không thể thanh toán được cho các nhà đầu tư lớn đã thuê anh ta quản lý các trái phiếu. Công việc của anh là trở thành một "chuyên gia" CDO, nhưng thực sự là anh không dành nhiều thời gian lo lắng xem có những gì trong các CDO. Anh giải thích mục tiêu của anh là tối đa hóa số tiền anh quản lý. Từ tháng 1 năm 2007 cho đến khi thị trường sụp đổ vào tháng 9, anh đã làm điều đó tốt đến mức Harding Advisory đã trở thành nhà quản lý CDO dưới chuẩn lớn nhất thế giới. Harding đã khẳng định vị trí của một người mua đáng tin cậy cho cỗ máy CDO thần kỳ của Merrill Lynch, thứ cỗ máy khét tiếng không chỉ bởi tốc độ sản xuất của nó (Merrill có công suất gấp đôi công ty Phố Wall lớn thứ hai sau nó) mà còn bởi chất thải công nghiệp của nó (các CDO sau đó được chứng minh là dễ trở nên tồi tệ nhất). "Anh ta 'quản lý' các CDO," Eisman nói, "nhưng quản lý cái gì? Tôi hoảng hốt khi thấy thị trường tài chính phân lớp có thể điên cuồng đến mức để một ai đó quản lý một danh mục đầu tư CDO mà không có bất cứ sự tiếp xúc nào với các CDO. Mọi người sẽ trả tiền để ai đó 'quản lý' các CDO của họ – như thể gã khờ này sẽ giúp đỡ họ. Công việc thực sự của Chau là giữ vị trí

người đại diện kiểu mới cho các công ty Phố Wall mà anh ta "thuê"; các nhà đầu tư cảm thấy thoải mái hơn khi mua một CDO của Merrill Lynch nếu nó không được quản lý bởi Merrill Lynch.

Có một lý do mà Greg Lippmann đã sắp xếp Wing Chau ngồi cạnh Steve Eisman. Nếu Wing Chau phát hiện ra sự phản đối của Eisman, anh ta sẽ không thể hiện nó; thay vào đó, anh ta nói với Eisman theo giọng điệu kẻ cả. Tôi biết rõ hơn. "Sau đó anh ta nói vài điều khiến tôi bừng tỉnh," Eisman nói. "Anh ta nói, 'Tôi thích những anh chàng như anh, những người đã bán khống thị trường của tôi. Không có anh, tôi không biết mua gì.'"

Hãy nói lại lần nữa.

"Anh ta nói với tôi, 'Anh càng hào hứng khi cảm thấy mình đúng, anh càng thực hiện nhiều giao dịch, và anh càng thực hiện được nhiều giao dịch, càng có nhiều sản phẩm dành cho tôi.'"

Đó là khi Steve Eisman thực sự hiểu được sự điên rồ của cỗ máy này. Anh, Vinny và Danny đang thực hiện những cuộc đánh cược ngoài lề với Goldman Sachs và Deutsche Bank vào số phận các tranche BBB của trái phiếu được bảo đảm bằng thế chấp dưới chuẩn mà không hiểu rõ tại sao những công ty này lại quá háo hức chấp nhận chúng. Giờ anh đang được tiếp xúc trực tiếp với con người thật ở phía bên kia các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của anh. Bây giờ anh đã hiểu: Các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, được lọc qua các CDO, đang được sử dụng để tái tạo lại các trái phiếu được bảo đảm bởi các khoản vay mua nhà thực. Số người Mỹ có tín dụng xấu đi vay không đủ để làm thỏa mãn cơn thèm muốn của các nhà đầu tư dành cho sản phẩm cuối. Phố Wall cần các cuộc đặt cược của anh để tập hợp thêm nhiều người như vậy. "Họ không hài lòng nếu chỉ thu hút những người không đủ điều kiện vay đến vay tiền mua một ngôi nhà mà họ không đủ khả năng thanh toán," Eisman nói. "Họ đang tạo khống ra những người này. Gấp hàng trăm lần! Đó là lý do tại sao những khoản lỗ trong hệ thống tài chính lại lớn hơn rất nhiều lần so với chỉ các khoản cho vay dưới chuẩn. Đó là khi tôi nhận ra họ cần chúng tôi để giữ cho cỗ máy đó tiếp tục hoạt động. Tôi nghĩ kiểu như, Điều này được phép sao?"

Wing Chau không biết mình đã được Greg Lippmann đích thân chọn để thuyết phục Steve Eisman rằng những người ở phía bên kia các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của anh ta hoặc là những kẻ lừa đảo hoặc là những gã khờ, nhưng dù là gì đi nữa thì Wing Chau cũng đã hoàn thành vai trò thuyết phục của mình. Anh ta nói với Eisman rằng anh ta thà có 50 tỉ đô-la trong các CDO dở tệ còn hơn không có gì, bởi anh ta được trả tiền chủ yếu dựa trên số lượng. Anh ta nói với Eisman rằng nỗi sợ hãi lớn nhất của anh là nền kinh tế Mỹ sẽ mạnh hơn, và ngăn các quỹ phòng hộ đặt cược ngày càng lớn chống lại thị trường thế chấp dưới chuẩn. Eisman lắng

nghe và cố gắng hiểu làm sao mà một nhà đầu tư ở phía bên kia các cuộc đánh cược của anh lại có thể đang hy vọng vào một điều ít nhiều giống như anh – và làm sao mà mọi công ty bảo hiểm hay quỹ hưu trí lại có thể giao tiền của nó cho Wing Chau. Chỉ có duy nhất một câu trả lời: Các xếp hạng AAA đã cho tất cả mọi người một cái cớ để bỏ qua những rủi ro mà chúng mang theo.

Danny và Vinny quan sát họ rất kỹ. Theo họ thấy thì Eisman và Wing Chau đang rất hòa hợp. Nhưng khi bữa ăn kết thúc, họ thấy Eisman túm lấy Greg Lippmann, chỉ về phía Wing Chau, và nói, “Bất cứ thứ gì gã này đang mua, tôi muốn bán khống hết.” Lippmann coi đó như một câu nói đùa, nhưng Eisman hoàn toàn nghiêm túc: Anh muốn đặc biệt đặt cược chống lại Wing Chau. “Greg,” Eisman nói, “Tôi muốn bán khống đống giấy tờ của anh ta. Không cần phải kiểm tra hay xem xét gì hết.” Tính đến lúc này, Eisman chỉ mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn; từ bây giờ trở đi, anh sẽ đặc biệt mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các CDO của Wing Chau. “Cuối cùng anh ta đã gặp được trực tiếp kẻ thù của mình,” Vinny nói.

Charlie và Ben đang đi lang thang khắp các hội trường ở The Venetian. “Những người đang cố gắng bán thứ gì đó đều đeo cà vạt,” Ben nói. “Những người đi mua thì không. Thật khó để tìm ra một ai đó mà tôi muốn nói chuyện. Chúng tôi chỉ giống như những người đi loanh quanh xía mũi vào chuyện của người khác.” Họ chỉ biết đúng một người ở đấy – David Burt, cái gã cựu nhân viên BlackRock mà bây giờ họ đang trả 50.000 đô-la/tháng để đánh giá các CDO họ đang đặt cược chống lại – nhưng họ không nghĩ điều đó quan trọng, bởi kế hoạch của họ là tới xem các buổi thảo luận mở, các bài phát biểu lớn và các cuộc hội thảo. “Vẫn không rõ là tại sao chúng tôi lại ở đó,” Ben nói. “Chúng tôi đang cố gắng gặp gỡ mọi người. Charlie sẽ lẻn lên gặp bất cứ ai ở bục phát biểu sau bài phát biểu. Chúng tôi đang cố gắng tìm người có thể nói với chúng tôi tại sao chúng tôi sai.”

Thử thách của Charlie là lôi kéo những người không nghi ngờ gì trong nội bộ thị trường vào các cuộc tranh luận trước khi họ nghĩ đến việc hỏi anh là ai hay anh làm gì. “Phản ứng thường gặp bất cứ khi nào chúng tôi gặp ai đó là, ‘Đợi chút, các anh đến từ đâu?’” Charlie nói. “Mọi người phản ứng có vẻ như, ‘Tại sao các anh lại ở đây?’”

Những người trong nội bộ thị trường không đồng tình với họ, nhưng họ không đưa ra được những lời phản biện thuyết phục. Để bảo vệ các CDO dưới chuẩn, họ cho rằng “những người mua CDO sẽ không bao giờ biến mất.” Còn để bảo vệ các khoản vay cơ sở, họ lập luận rằng trong lịch sử ngắn ngủi của chúng, chúng chưa bao giờ bị vỡ nợ lớn. Phía trên các bàn chơi

rulet, màn hình liệt kê ra kết quả của 20 vòng quay gần đây nhất của bánh xe. Các con bạc sẽ thấy nó quay đến ô màu đen 8 vòng quay trước, và do đó cảm nhận được rằng quả bóng nhỏ bằng bạc đó bây giờ có nhiều khả năng sẽ rơi vào ô màu đỏ. Đó là lý do tại sao các casino lại quan tâm đến việc liệt kê ra các vòng quay gần đây nhất của bánh xe: để "giúp" các con bạc tự phỉnh lừa chính bản thân mình, để khiến mọi người có sự tự tin sai lầm mà họ cần có để có thể đặt cược. Chuỗi các nhà trung gian trong thị trường thế chấp dưới chuẩn cũng đang tự lừa dối chính mình bằng các thủ thuật tương tự, sử dụng quá khứ vô nghĩa về mặt thống kê để dự đoán tương lai.

"Thường thì, khi bạn thực hiện một giao dịch, bạn có thể thấy một vài người thông minh ở phía bên kia giao dịch," Ben nói. "Nhưng trong trường hợp này thì chúng tôi không thấy ai."

"Không ai trong số những người chúng tôi đã nói chuyện có bất cứ một lý do đáng tin cậy nào để cho rằng điều này chắc chắn sẽ không trở thành một vấn đề lớn," Charlie nói. "Không ai thực sự nghĩ về nó."

Một trong những gã CDO của Bear Stearns, sau khi được Charlie hỏi rằng chuyện gì có thể sẽ xảy ra với các CDO này trong 7 năm tới, đã nói, "7 năm? Tôi không quan tâm đến 7 năm. Tôi chỉ cần nó kéo dài thêm 2 năm nữa."

Ba tháng trước, khi Cornwall chi 100 triệu đầu tiên để mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche xếp hạng AA của các CDO dưới chuẩn, họ tin rằng họ đang thực hiện một cuộc đánh cược giá rẻ vào một sự kiện khó xảy ra – 500.000 đô-la phí bảo hiểm một năm cho cơ hội có thể kiếm được 100 triệu đô-la. Thị trường và các cơ quan xếp hạng đã đặt ra tỉ lệ vỡ nợ là 1:200. Họ nghĩ tỉ lệ đó còn tốt hơn thế, khoảng 1:10. Tuy nhiên, giống như hầu hết các cuộc cá cược của họ, nó có khả năng thành công rất thấp nhưng nếu thành công sẽ được thưởng rất hậu. Họ càng lắng nghe những người điều hành thị trường dưới chuẩn, họ càng cảm thấy sự sụp đổ của các trái phiếu xếp hạng AA không hề là một vụ đánh cược khó thắng, mà chỉ là có thể sẽ như vậy thôi. Một ý nghĩ thoáng qua đầu Ben: Nguyên nhân những người này tin rằng sự sụp đổ của thị trường thế chấp dưới chuẩn khó có thể xảy ra chính là bởi nó sẽ là một thảm họa. Từ trước đến nay chưa từng thực sự xảy ra cái gì quá khủng khiếp.

Trong buổi sáng đầu tiên của hội nghị, họ đã theo sau một đám đông hàng nghìn người ra khỏi sòng bạc và tiến vào một hội trường rất lớn để tham dự lễ khai mạc. Theo dự định ban đầu thì đó sẽ là một cuộc hội thảo, nhưng tất nhiên những vị khách mời đã không hứng thú nói chuyện với nhau mà chỉ thích thú với việc đưa ra các lời nhận xét đã được chuẩn bị sẵn. Họ sẽ tham dự hàng tá các sự kiện kiểu này trong ba ngày tới và tất cả đều tẻ nhạt. Tuy nhiên, buổi hội thảo

này rất khác biệt bởi người điều hành nó hình như bị say rượu, hoặc ít nhất là bị mất phương hướng. Tên hắn là John Devaney và hắn ta đang điều hành một quỹ phòng hộ đầu tư vào các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, United Capital Markets. Trong khoảng 10 năm gần đây, Devaney đã tài trợ cho hội nghị này – có tên gọi là ASF, hay American Securitization Forum (Diễn đàn chứng khoán hóa Mỹ), một phần bởi nó nghe có vẻ đàng hoàng hơn Association for Subprime Lending (Hiệp hội Cho vay Dưới chuẩn). Hắn là một trong số những nhà lãnh đạo tinh thần của thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, đồng thời cũng là một người nhiệt tình phô trương sự giàu có của mình. Hắn ta sở hữu một chiếc Renoir, một chiếc Gulfstream, một máy bay trực thăng, và tất nhiên, một chiếc du thuyền.

Bây giờ, với bộ dạng như thể vừa thức cả đêm ăn chơi trong thị trấn, John Devaney đưa ra một bài diễn văn không được chuẩn bị trước và rỗng tuếch về tình trạng của thị trường dưới chuẩn. "Thật là một luồng tư tưởng không thể tin được," Charlie nói. "Hắn ta nói về việc tại sao các cơ quan xếp hạng chỉ là những con điếm. Tại sao các chứng khoán lại vô giá trị. Tại sao họ đều biết điều đó. Hắn ta nói về những thứ mà chúng tôi đang nghi ngờ. Nó giống như thể hắn ta đang nói về những điều cơ mật. Khi anh ta ngừng lời, sự im lặng bao trùm khắp nơi. Không ai cố gắng tìm cách phản bác. Họ chỉ xì xào chuyện khác chẳng liên quan. Nó giống như mọi người đều vờ như anh ta chưa nói gì." Một mặt, thật phấn khởi khi nghe một người trong nội bộ thị trường nói những gì anh ta cho là thật; mặt khác, nếu thị trường dần tự ý thức được, sự điên rồ của nó sẽ không kéo dài lâu. Charlie, Jamie và Ben cho rằng họ có thời gian để nghĩ kĩ mọi việc trước khi mua thêm các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche AA của các CDO dưới chuẩn. "Bài phát biểu đó khiến chúng tôi hoảng sợ," Ben nói. "Thay vì 6 tháng, giờ đây chúng tôi chỉ có 1 tuần để thực hiện giao dịch."

Rắc rối vẫn nằm ở việc tìm kiếm các công ty Phố Wall sẵn sàng giao dịch với họ. Nguồn cung cấp của họ, Bear Stearns, đột nhiên có vẻ quan tâm nhiều hơn đến việc bắn súng hơn là giao dịch với họ. Các công ty khác coi họ như một trò đùa. Nhưng ở đây, ở Las Vegas, vận may đã đến với họ. Họ ngạc nhiên khi thấy rằng chuyên gia tư vấn mà họ đang thuê để phân tích các CDO cho mình, David Burt, giữ vai trò rất quan trọng trong ngành. "David Burt giống như Chúa ở Vegas," Charlie nói. "Chúng tôi bắt đầu bám theo anh ta. 'Này. Người mà ông đang nói chuyện ấy, chúng tôi đang trả tiền cho anh ta – chúng tôi có thể nói chuyện với ông không?'" Vị Chúa được thuê đó đã giới thiệu Charlie với một người phụ nữ đến từ Morgan Stanley tên là Stacey Strauss. Công việc của cô ta là tìm kiếm các nhà đầu tư muốn mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu nhanh nhất có thể. Charlie không bao giờ hiểu tại sao cô ta lại quá sẵn sàng phá lệ của Morgan Stanley để giao dịch với Cornwall. Charlie cũng bắt chuyện với một người đàn ông chịu

trách nhiệm phân tích thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn cho Wachovia Bank, người tình cờ có mặt trong cuộc thảo luận được chủ trì bởi John Devaney. Trong suốt cuộc thảo luận mở màn, anh, cũng giống như những người khác, giả vờ như không nghe thấy John Devaney. Khi Devaney ngừng lời, gã Wachovia này đã đưa ra một bài phát biểu ngắn về tính hợp lý cơ bản của thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Khi anh ta rời khỏi sân khấu, Charlie đã "phục kích" và hỏi anh ta liệu Wachovia có thể bán cho anh một vài hợp đồng hoán đổi nợ xấu được không.

Khách sạn Venetian hiện đang tràn ngập hàng nghìn người đàn ông da trắng trong những bộ trang phục công sở bình thường đang kiếm sống, bằng cách này hay cách khác, từ thế chấp dưới chuẩn. Giống như Las Vegas, The Venetian là tiếng kêu chói tai của các hiệu ứng có vẻ ngẫu nhiên được thiết kế để nâng cao và khai thác sự phi lý trí: ngày thì như đêm và đêm thì như ngày; những chiếc máy đánh bạc dùng tiền xu và những chiếc máy rút tiền cho ra các tờ tiền 100 đô-la; các phòng khách sạn hạng sang thì có giá rất rẻ và khiến bạn cảm thấy mình thật to lớn. Điểm chung của tất cả những điều này là nó làm thay đổi nhận thức của bạn về cơ hội và đồng tiền, và tất cả những điều đó đều khiến Eisman chán nản: Anh thậm chí còn không muốn đánh bạc. "Tôi không biết cách tính toán các tỉ lệ đặt cược nếu cuộc đời tôi phụ thuộc vào nó," anh nói. Cuối mỗi ngày, Vinny sẽ tiến tới bàn chơi bài poker có tiền đặt cược thấp, Danny sẽ tham gia cùng Lippmann và những người chơi trái phiếu khác tại các bàn chơi xúc xắc còn Eisman sẽ đi ngủ. Trò chơi xúc xắc mang đến cho người chơi ảo tưởng về quyền kiểm soát – vì anh ta là người ném quân xúc xắc – và về sự phức tạp bề mặt mà che giấu sự ngu ngốc bên trong. "Không hiểu vì lý do gì mà khi những người này chơi trò đó, họ thực sự tin rằng họ có sức mạnh chi phối con xúc xắc," Vinny nói.

Hàng ngàn các chuyên gia tài chính nghiêm túc đang chơi xúc xắc với số tiền họ kiếm được từ các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Ngành công nghiệp thế chấp dưới chuẩn mà Eisman hiểu hơn bất cứ ai trên hành tinh này chỉ là một góc không đáng kể trong thị trường vốn. Chỉ trong vài năm, bằng cách nào đó, nó đã trở thành động cơ tạo ra lợi nhuận và việc làm mạnh mẽ nhất ở Phố Wall mặc dù nó vô lý về mặt kinh tế. "Nó giống như một cỗ máy vô tri vô giác không thể tự kiểm soát," anh nói. Anh cảm thấy như thể anh đã chuyển đến một ngôi nhà mới, mở cánh cửa mà anh cho rằng là của tủ quần áo nhỏ, và phát hiện ra một cánh cửa hoàn toàn mới. "Tôi đã từng tới các hội thảo về đầu tư cổ phiếu," Eisman nói. "Nhưng điều này hoàn toàn khác. Tại một hội thảo về đầu tư cổ phiếu, may ra thì có khoảng 500 người. Thế mà có tận 7.000 người tại hội nghị này. Chỉ riêng thực tế là ở đó không có ai đến từ thế giới đầu tư cổ phiếu đã cho thấy rằng không ai phát hiện ra nó. Chúng tôi không biết ai cả. Chúng tôi vẫn cho rằng chúng

tôi là những người duy nhất ở đó là người đi bán."

Anh không có hứng thú lắng nghe bài phát biểu của những người khác. Anh cũng không có hứng thú tham gia cuộc thảo luận và lắng nghe những nhận xét chung chung. Anh chỉ muốn những buổi thảo luận riêng với những người trong nội bộ thị trường. Lippmann đã giới thiệu họ với những người trong nội bộ Deutsche Bank đang rao bán các CDO cho các nhà đầu tư, và những người này đã sắp xếp cho Eisman và các cộng sự của mình gặp các nhà trung gian tài chính của thị trường trái phiếu: các nhà cho vay thế chấp, các ngân hàng đóng gói các khoản vay thế chấp thành các trái phiếu thế chấp, những nhân viên ngân hàng đã đóng gói lại các trái phiếu thành CDO, các cơ quan xếp hạng đã phù phép cho quá trình này trong từng giai đoạn. Bên duy nhất vắng mặt trong hội nghị là những người đi vay cuối cùng, những người mua nhà Mỹ, nhưng ngay cả họ, xét theo một cách nào đó, vẫn có mặt, phục vụ đồ uống, quay bánh xe và tung xúc xắc.

Một nhân viên kinh doanh CDO của Deutsche Bank có tên là Ryan Stark đã được giao nhiệm vụ để mắt đến Eisman và ngăn anh gây rắc rối. "Tôi bắt đầu nhận được những e-mail này từ anh ta, trước hội nghị," Danny nói. "Anh ta rất lo lắng về chúng tôi. Đại để là, 'Tôi chỉ muốn làm rõ mục đích của những cuộc họp này,' và, 'Hãy nói rõ lý do chúng ta đang gặp mặt…' Anh ta muốn đảm bảo chắc chắn rằng chúng tôi nhớ rằng chúng tôi ở đó là để mua trái phiếu." Deutsche Bank còn gửi kèm cả các tài liệu chính thức dành cho những người mua dưới chuẩn để họ tiện theo dõi. "Mục đích của hội nghị là để thuyết phục mọi người rằng việc tạo ra và mua bán thứ chết tiệt này vẫn ổn," Danny nói. "Chưa từng có chuyện một nhà đầu tư cổ phiếu đang tìm cách bán các trái phiếu lại thâm nhập nơi này và lùng sục thông tin. Cách duy nhất để chúng tôi có được các cuộc gặp riêng tư này là nói rằng chúng ta không bán khống. Deutsche Bank đã bám riết lấy chúng tôi, để đảm bảo rằng chúng tôi không phá hoại các mối quan hệ của họ. Họ bố trí một nhân viên kinh doanh ở cuộc họp chỉ để theo dõi chúng tôi."

Tất nhiên, việc cố gắng kiểm soát Eisman không có ý nghĩa gì. Anh tự cho mình là một thập tự quân, nhà vô địch của những kẻ yếu, kẻ thù của những tên ác bá. Anh tự thấy mình giống như Người Nhện. Anh không đi rêu rao khắp nơi về những con số gây sốc liên quan đến những điểm tương đồng giữa anh và Peter Parker – họ đã học đại học khi nào, họ đã học những gì, khi nào họ kết hôn, và rất nhiều thứ khác – hay rằng, khi anh học trường luật, anh đã đọc cuốn truyện tranh Người Nhện mới nhất với hy vọng là khám phá xem cuộc đời sau đó của anh sẽ ra sao. Nhưng Eisman nhanh chóng phát hiện ra những câu chuyện kể, anh giải thích thế giới bằng những câu chuyện, và câu chuyện về Người Nhện là một trong những câu chuyện anh sử dụng để giải thích chính mình.

Dấu hiệu đầu tiên cho thấy Người Nhện không thích thú gì các giao dịch đen của Deutsche Bank xuất phát từ một bài phát biểu vào buổi sáng hôm đó, của CEO của Option One, một nhà khởi tạo thế chấp thuộc quyền sở hữu của H&R Block. Eisman đã tình cờ biết đến Option One 7 tháng trước đó, vào tháng 6 năm 2006, khi công ty này công bố một khoản thua lỗ đáng ngạc nhiên trong danh mục đầu tư các khoản cho vay thế chấp dưới chuẩn. Khoản thua lỗ này đáng ngạc nhiên bởi Option One đang hoạt động trong lĩnh vực tạo ra các khoản vay và bán hết chúng cho Phố Wall – họ không phải chịu rủi ro. Tuy nhiên, trong các giao dịch này, có một điều khoản cho phép Phố Wall trả lại các khoản vay cho Option One nếu những người đi vay không thể trả được khoản thanh toán đầu tiên. Danny Moses đặt vấn đề, “Ai là người đã đi vay mua nhà và không thể thực hiện khoản thanh toán đầu tiên?” Eisman lại đặt vấn đề theo một cách khác, “Ai là những kẻ chết tiệt cho những người không thể thực hiện nổi khoản thanh toán đầu tiên vay tiền?”

Khi CEO của Option One nói đến phần danh mục cho vay dưới chuẩn của Option One, ông ta tuyên bố rằng công ty đã đẩy lùi các vấn đề và bây giờ đang mong đợi một tỉ lệ lỗ (khiêm tốn) trên các khoản vay ở mức 5%. Eisman giơ tay. Moses và Daniel ngồi thu vào trong ghế. “Đó không phải là tình huống Hỏi-đáp,” Moses nói. “Có một gã đang phát biểu. Ông ta nhìn thấy cánh tay của Steve và nói, ‘Gì vậy, thưa anh?’”

“Theo ông, 5% đó là xác suất hay khả năng?” Eisman hỏi.

Xác suất, vị CEO trả lời, và trở lại với bài nói của mình.

Eisman lại giơ tay lên một lần nữa, vẫy vẫy. Ôi không, Moses nghĩ, và ngồi thu sâu hơn vào trong ghế. “Steve luôn nói là bạn phải giả sử rằng họ đang lừa bạn,” Daniel nói. “Họ sẽ luôn luôn nói dối bạn.” Cả Danny và Vinny đều biết Eisman nghĩ gì về những người cho vay dưới chuẩn này, nhưng không thấy anh ta cần thiết phải thể hiện nó ở đây, theo cách này. Steve không giơ tay để đặt câu hỏi, mà anh cuộn ngón cái và ngón trỏ để tạo thành một vòng tròn lớn. Ý chúng là “Số 0!”.

“Vâng?” Vị CEO, rõ ràng đang cảm thấy khó chịu, hỏi lại. “Anh có câu hỏi nào khác chăng?”

“Không,” Eisman nói. “Nó là con số 0. Xác suất để tỉ lệ vỡ nợ của các anh là 5% là 0.” Các khoản lỗ trên các khoản vay dưới chuẩn sẽ lớn hơn rất, rất nhiều. Trước khi người đàn ông kia đáp lại, điện thoại của Eisman đổ chuông. Thay vì tắt nó đi, Eisman lấy điện thoại ra và trả lời. “Xin lỗi,” anh đứng dậy và nói. “Nhưng tôi cần phải nhận cuộc gọi này.” Và rồi anh bước ra ngoài. Người gọi điện chính là vợ anh.

"Cuộc gọi đó không hề quan trọng," cô ấy thở dài. "Tôi chỉ là cái cớ."

Sau đó, hẳn là có điều gì đó đã xảy đến với Eisman, bởi anh thôi không tìm cách gây chiến nữa mà tìm cách hiểu sâu hơn. Anh đi vòng quanh sòng bạc Las Vegas, không tin nổi cảnh tượng trước mắt mình: 7.000 người, tất cả họ đều có vẻ vui mừng với thế giới mà họ tìm thấy. Một xã hội với các vấn đề kinh tế rắc rối sâu sắc đã phỉnh lừa chính nó để che giấu những vấn đề này, và những người hưởng lợi chủ yếu từ sự lừa dối này chính là những người trung gian về tài chính. Làm sao điều này có thể xảy ra? Eisman luôn tự hỏi, dù chỉ thoáng qua, rằng liệu anh có đang bỏ lỡ thứ gì đó không. "Anh ấy cứ luôn miệng nói, 'Cái quái gì đang xảy ra ở đây? Tất cả lũ chết tiệt đó là ai?'"Danny Moses nói. Câu trả lời ngắn gọn cho câu hỏi thứ hai đó là: những người lạc quan. Thị trường thế chấp dưới chuẩn trong với hình hài hiện tại chưa bao giờ làm bất cứ điều gì ngoài việc gia tăng. Những người luôn được coi là thành công trong đó là những người luôn nói "mua". Bây giờ tất cả họ thực sự nên nói "bán," nhưng họ không biết phải làm điều đó thế nào. "Hẳn là anh rõ những gã làm về thu nhập cố định luôn nghĩ họ biết nhiều hơn anh," Eisman nói, "và nhìn chung đó là sự thật. Tôi không phải là một gã làm về thu nhập cố định, nhưng ở đây tôi đảm nhận vị trí như một cuộc đánh cược chống lại toàn bộ ngành của họ, và tôi muốn biết liệu họ có biết những điều mà tôi không biết không. Liệu nó có thực sự rõ ràng như vậy không? Liệu nó có thực sự đơn giản như vậy không?" Anh có các cuộc gặp riêng với những người cho vay, các ngân hàng và các cơ quan xếp hạng để thăm dò sự thông minh mà anh vẫn chưa phát hiện ra. "Anh ấy đang trong trạng thái học hỏi," Vinny nói. "Khi anh ấy thích thú với một chủ đề nào đó, sự tò mò của anh ấy trở nên quan trọng hơn cả việc đối đầu. Anh ấy sẽ nói rằng đó là do nhiều năm trị liệu đã giúp anh cư xử như vậy, nhưng sự thật là, đây là lần đầu tiên anh ấy kết nối mọi vấn đề nhỏ nhặt lại với nhau."

Steve Eisman chủ yếu muốn tin vào điều tồi tệ nhất, và việc đó cho anh lợi thế chiến thuật lớn trong các thị trường tài chính Mỹ vào khoảng năm 2007. Tuy nhiên, một phần nào đó trong anh lại cả tin giống như đứa trẻ đã cho một người hoàn toàn xa lạ mượn chiếc xe đạp mới của mình. Anh vẫn có thể bị sốc. Trải nghiệm của anh với Household Finance đã khiến anh không còn tin rằng chính phủ sẽ can thiệp để ngăn các tập đoàn giàu có khỏi làm những điều tồi tệ với người nghèo. Tuy nhiên, bên trong thị trường tự do, có thể có một nhà chức trách nào đó có khả năng kiểm soát sự quá giới hạn của nó. Về lý thuyết, các cơ quan xếp hạng phải là một nhà chức trách như vậy. Khi chứng khoán trở nên phức tạp hơn, các cơ quan xếp hạng trở nên cần thiết hơn. Tất cả mọi người có thể đánh giá một trái phiếu kho bạc Mỹ; nhưng hầu như không có ai có thể hiểu một CDO được bảo đảm bởi một thế chấp dưới chuẩn. Một trọng tài độc lập có vai trò tự nhiên trong việc đưa ra đánh giá về các khoản cho vay không rõ ràng và

đầy rủi ro này. “Ở Vegas, tôi thấy rõ rằng toàn bộ ngành công nghiệp khổng lồ này chỉ tin các xếp hạng,” Eisman nói. “Tất cả mọi người đều tin vào các xếp hạng, vì thế họ không phải nghĩ về nó.”

Eisman đã làm việc ở Phố Wall gần hai thập niên, nhưng giống như hầu hết những người khác thuộc thị trường cổ phiếu, anh chưa bao giờ ngồi với bất cứ ai đến từ Moody’s hay Standard & Poor’s. Trừ khi họ theo dõi các công ty bảo hiểm không thể bán được sản phẩm ngay tại thời điểm các công ty này không có khả năng thực hiện các nghĩa vụ của mình, nếu không những người đến từ thị trường cổ phiếu cũng thường không quan tâm nhiều đến các cơ quan xếp hạng. Bây giờ Eisman đã có những trao đổi đầu tiên với họ, và điều khiến anh, và cả Danny lẫn Vinny đều phải chú ý đó là bản lĩnh của các nhân viên. “Anh biết cảm giác khi bước chân vào một bưu điện mà nhận ra có một sự khác biệt lớn giữa một nhân viên chính phủ và những người khác là như nào chứ,” Vinny nói. “Những người ở cơ quan xếp hạng tất cả đều giống như những nhân viên chính phủ.” Họ có sức mạnh tổng hợp lớn hơn bất cứ ai trong thị trường trái phiếu, nhưng cá nhân họ không là ai cả. “Họ được trả lương rất thấp,” Eisman nói. “Những người thông minh nhất đã rời đến các công ty Phố Wall để giúp thao túng những công ty họ từng làm việc. Ở cương vị một nhà phân tích, đáng ra điều tuyệt vời nhất phải là trở thành nhà phân tích của Moody’s. Không ai quan tâm nếu Goldman thích chứng khoán của General Electric. Nhưng nếu Moody’s hạ điểm các chứng khoán GE, đó sẽ là một vụ lớn. Vậy tại sao nhân viên Moody’s lại muốn làm việc tại Goldman Sachs? Đáng ra nhà phân tích ngân hàng ở Goldman Sachs phải muốn tới Moody’s. Thế mới đúng chứ.”

Toàn ngành đều trôi nổi trên lưng của các cơ quan xếp hạng, nhưng những người làm việc tại cơ quan xếp hạng hầu như không thuộc ngành này. Nếu họ đi trong hội trường, họ có thể bị nhầm lẫn là các nhân viên ngân hàng thương mại cấp thấp tại Wells Fargo, hay những kẻ tôi tớ ở các công ty cho vay thế chấp, như Option One. Họ mặc những bộ com-lê ở Vegas, điều mà nói cho bạn biết một nửa những gì bạn cần biết về họ, nửa còn lại bạn biết qua giá trị của những bộ com-lê đó. Hầu như tất cả mọi người đều mặc quần áo công sở bình thường; có vài gã “VIP” mặc những bộ com-lê Ý với giá khoảng 3.000 đô-la. (Một trong những bí ẩn của đàn ông Phố Wall đó là anh ta không rõ những điểm tinh tế hơn ở các trang phục cao cấp nhưng vẫn có thể nói ngay lập tức bộ đồ của những anh chàng Phố Wall khác giá bao nhiêu tiền.) Những anh chàng làm việc trong các cơ quan xếp hạng mặc những bộ com-lê màu xanh của J.C. Penney, đeo những chiếc cà vạt rất hợp, và mặc những chiếc áo sơ mi bị hồ hơi quá. Họ không phải là những người chơi và họ cũng không biết những người đó là ai. Họ được trả tiền để xếp hạng các trái phiếu của Lehman, Bear Stearns và Goldman Sachs, nhưng họ không thể nói cho bạn

biết tên, hay bất cứ điều quan trọng nào khác, về những gã ở Lehman, Bear Stearns và Goldman Sachs, những kẻ đang kiếm lời từ việc khai thác lỗ hổng trong các mô hình của những cơ quan xếp hạng. Họ dường như biết đủ để đáp ứng công việc của họ, và không biết gì hơn nữa. Họ có vẻ nhút nhát, sợ hãi và sợ rủi ro. Như Danny nói, "Bạn sẽ không bao giờ thấy họ ở các bàn chơi xúc xắc."

Chính ở Vegas, Eisman đã nhận ra rằng "tất cả những điều mà tôi đang lo lắng, thì các cơ quan xếp hạng lại không quan tâm." Tất cả những gì các cơ quan xếp hạng lo lắng là tối đa hóa số lượng các giao dịch mà họ xếp hạng cho các ngân hàng đầu tư Phố Wall, và khoản phí họ thu được từ đó. Moody's, từng là một công ty tư nhân, đã trở thành công ty đại chúng vào năm 2000. Kể từ đó, doanh thu của nó đã tăng vọt, từ 800 triệu đô-la trong năm 2001 tới 2,03 tỉ đô-la năm 2006. Một tỉ lệ phần trăm rất lớn trong sự gia tăng này – chắc chắn là hơn một nửa, nhưng họ không nói cho Eisman biết con số chính xác – bắt nguồn từ cái kết của khu vực tài chính nhà đất, được biết đến như là tài chính phân lớp. Cách chắc chắn nhất để thu hút ngành kinh doanh tài chính phân lớp là hãy chấp nhận các giả định của ngành tài chính phân lớp. "Chúng tôi hỏi mọi người hai câu hỏi tương tự nhau," Vinny nói. "Bạn nghĩ gì về giá nhà đất và về các khoản lỗ cho vay." Cả hai cơ quan xếp hạng đều nói họ hy vọng giá nhà đất sẽ tăng và các khoản lỗ cho vay sẽ chỉ ở mức khoảng 5% – điều mà nếu đúng, có nghĩa là ngay cả các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn BBB, xếp hạng thấp nhất được tạo ra từ chúng cũng sẽ được thanh toán đầy đủ. "Như thể tất cả mọi người đã thỏa thuận trước rằng con số đó phải là 5%," Eisman nói. "Tất cả họ đều nói 5%." Eisman đã bị sốc bởi không một ai anh gặp ở Las Vegas có vẻ phải vật lộn với bất cứ cái gì. Họ đang làm những việc họ đang làm mà không hề suy nghĩ nhiều về nó.

Cũng chính ở Las Vegas, thái độ của Eisman và các cộng sự đối với thị trường trái phiếu Mỹ đã được tôi luyện thành thứ gì đó có vẻ là hình dạng cuối cùng của nó. Như Vinny nói, "Đó là thời điểm chúng tôi nói, 'Chết tiệt, đây không phải chỉ là tín dụng. Đây là một mô hình Ponzi hư cấu.'" Ở Vegas, câu hỏi ám ảnh tâm trí họ không còn là, Liệu những kẻ trong thị trường trái phiếu này có biết thứ mà chúng ta không biết? Thay vào đó là, Liệu chúng có đáng bị sa thải, hay nên bị bỏ tù? Họ đang ảo tưởng, hay họ biết những việc họ đang làm? Danny nghĩ rằng đại đa số những người trong ngành công nghiệp này bị che mắt bởi lợi ích và không thể thấy những rủi ro họ đã tạo ra. Vinny, luôn luôn bi quan hơn, nói, "Có nhiều gã khờ hơn là những kẻ lừa đảo, nhưng những kẻ lừa đảo lại ở vị trí cao hơn nhiều." Các cơ quan xếp hạng rất chậm chạp, song vẫn ở trong ngành, và những người làm việc cho họ có vẻ thực sự không biết họ đang bị các công ty lớn Phố Wall chơi xấu đến như thế nào. Cuộc gặp của họ ở Las Vegas với cơ

quan xếp hạng nhỏ nhất và xếp thứ ba, Fitch Ratings, đã ám ảnh tâm trí Vinny. "Tôi biết các anh là những người không liên quan," anh nói với họ, lịch sự nhất có thể. "Có hai gã rất quyền lực mà tất cả mọi người đều chú ý, và sau đó đến các anh. Nếu các anh muốn đưa ra tuyên bố – và khiến mọi người chú ý tới mình – tại sao các anh không tự làm theo cách của mình và trở thành cơ quan đánh giá trung thực nhất?" Anh hy vọng những người tốt ở Fitch Ratings có thể nhìn thấy điểm mấu chốt, và có lẽ thậm chí cười thầm đầy lo lắng. Nhưng thay vào đó, họ có vẻ bị xúc phạm. "Có vẻ họ không hiểu tôi đang nói gì," Vinny nói.

Họ đã đến Las Vegas với một vị thế bán khống các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn chưa đến 300 triệu đô-la. Khi trở về, họ đã tăng nó lên 550 triệu đô-la, với các vụ đặt cược mới chống lại các CDO được tạo ra bởi Wing Chau. Chỉ với 550 triệu đô-la trong tay, vị thế hiện nay áp đảo danh mục đầu tư của họ. Tuy nhiên, họ không dừng lại ở đó. Ngày đầu tiên quay trở lại văn phòng, họ bán khống các cổ phiếu của Moody's với giá 73,25 đô-la một cổ phiếu, sau đó tìm kiếm các công ty khác và những người khác, giống như Wing Chau, ở phía bên kia các giao dịch của họ.

7. Cuộc truy tìm kho báu khổng lồ

Charlie Ledley và Ben Hockett trở về từ Las Vegas vào ngày 30 tháng 1 năm 2007 với niềm tin rằng toàn bộ hệ thống tài chính đã hoàn toàn mất trí. “Tôi nói với mẹ tôi, ‘Con nghĩ chúng ta sắp phải đối mặt với một thứ gì đó giống như là sự kết thúc của chủ nghĩa tư bản dân chủ,’” Charlie chia sẻ. “Bà chỉ nói, ‘Ôi, Charlie,’ và nghiêm túc đề nghị tôi nên uống thuốc chống rối loạn tâm lý.” Họ đưa ra cách tiếp cận đầu tư khai thác tài năng của họ để tách biệt chính họ với niềm tin của những người khác; để tìm ra niềm tin lớn như vậy vào chính mình là việc làm hoàn toàn mới và không dễ chịu chút nào. Jamie đã viết một bản ghi nhớ gửi đến hai cộng sự của mình, trong đó anh hỏi liệu họ có đang đánh cược vào sự sụp đổ của xã hội hay không – và do đó là một cuộc đặt cược mà chính phủ sẽ không bao giờ cho phép thành công. “Nếu phạm vi chênh lệch của CDO bắt đầu rộng hơn,” anh viết, “điều đó đồng nghĩa với việc là một tập hợp những thứ chết tiệt có liên quan đến tài chính toàn cầu hữu hình có thể sẽ xảy ra… Cục Dự trữ Liên bang Mỹ buộc phải giải quyết vấn đề này bằng cách can thiệp… Tôi đoán câu hỏi là, Cuộc khủng hoảng này cần phải lan rộng đến mức nào để trở nên ‘lớn đến mức không thể sụp đổ?’”

Hội nghị ở Las Vegas đã được tổ chức, trong rất nhiều các hoạt động, nhằm thúc đẩy niềm tin vào thị trường. Ngày sau khi những người trong nội bộ thị trường thế chấp dưới chuẩn rời Las Vegas và quay trở lại bàn giao dịch của họ, thị trường đã rạn nứt. Vào 31 tháng 1 năm 2007, ABX, chỉ số giao dịch đại chúng của các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB – chính xác là loại trái phiếu được sử dụng để tạo ra các CDO dưới chuẩn – giảm hơn 1 điểm, từ 93,03 xuống 91,98. Trong nhiều tháng qua, nó đã giảm theo từng lượng rất nhỏ, dần dần từ 100 xuống 93, nhỏ đến mức 1 điểm giảm như vậy đã gây sốc – và khiến Charlie lo lắng rằng họ đã phát hiện ra giao dịch giật gân này quá muộn để đặt cược vào nó nhiều nhất có thể. Người phụ nữ đến từ Morgan Stanley ngay từ đầu đã đúng: Cô ta đã thúc đẩy thông qua hợp đồng ISDA của họ chỉ trong 10 ngày, một việc mà thường sẽ mất vài tháng đàm phán. Cô ta gửi cho Charlie một danh sách các tranche CDO xếp hạng AA mà dựa vào đó Morgan Stanley sẵn sàng bán cho họ các hợp đồng hoán đổi nợ xấu. Charlie đã thức trắng nhiều đêm để tìm ra loại nào nên đánh cược chống lại, sau đó gọi cho cô ta và phát hiện ra rằng Morgan Stanley đã thay đổi suy nghĩ. Cô ta đã nói với Charlie rằng anh có thể mua bảo hiểm với giá khoảng 100 điểm cơ bản (1% giá trị được bảo hiểm trong 1 năm), nhưng khi anh gọi vào buổi sáng hôm sau để thực hiện giao dịch, mức giá đã tăng lên gấp đôi. Charlie chửi rủa và rên rỉ về sự bất công đó nên cô ta và các sếp của cô ta đã nhượng bộ, một chút. Vào ngày 16 tháng 2 năm 2007, Cornwall trả Morgan Stanley 150 điểm cơ bản để mua 10 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho một CDO

được gọi một cách bí ẩn là Gulfstream.

5 ngày sau, vào ngày 21 tháng 2, thị trường bắt đầu giao dịch một chỉ số của các CDO có tên là TABX. Lần đầu tiên, Charlie Ledley và những người khác trong thị trường, có thể thấy giá của một trong những CDO này trên màn hình. Giá đó đã xác nhận luận đề của Cornwall theo cách mà dù trao đổi nhiều đến mấy với những người trong nội bộ thị trường thì cũng không thể đạt được. Sau ngày đầu tiên giao dịch, tranche mà sẽ bị thua lỗ khi các trái phiếu cơ sở lỗ nhiều hơn 15% của rổ – tranche xếp hạng AA mà Cornwall đã đặt cược chống lại – đóng cửa ở mức 49,25: Nó đã lỗ quá nửa giá trị. Hiện tại đang có một sự thiếu liên kết trầm trọng: Một bên, các công ty Phố Wall đang bán các CDO xếp hạng AA có lãi suất thấp ở mức đúng giá, hay 100; còn một bên, họ đang giao dịch chỉ số này, bao gồm chính các trái phiếu đó, với giá 49 xu trên một đô-la. Trong một loạt các e-mail, những nhân viên kinh doanh tại Morgan Stanley và Deutsche Bank đã cố gắng giải thích cho Charlie rằng anh ta không nên suy luận bất cứ điều gì về giá trị các vụ cá cược của anh chống lại các CDO dưới chuẩn từ mức giá của các CDO dưới chuẩn mới, được giao dịch công khai này. Rằng điều đó rất phức tạp.

Buổi sáng sau đó, Charlie gọi lại cho Morgan Stanley với hy vọng mua được nhiều bảo hiểm hơn. "Cô ấy nói, 'Tôi thật sự, thật sự xin lỗi nhưng chúng tôi không thực hiện thêm bất cứ giao dịch nào loại này nữa. Công ty đã thay đổi quan điểm rồi.'" Qua một đêm, Morgan Stanley đã đi từ thái độ cực kỳ háo hức bán bảo hiểm cho thị trường thế chấp dưới chuẩn sang thái độ không hề muốn làm việc đó chút nào. Charlie không biết chính xác điều gì đã đánh thức con người bên trong Morgan Stanley, và cũng không nghĩ quá nhiều về điều đó – anh và Ben quá bận rộn với việc cố gắng thuyết phục gã đến từ Wachovia mà Charlie đã túm lấy ở Las Vegas giao dịch với Cornwall Capital. "Họ không có một khách hàng nào là quỹ phòng hộ, nên họ rất vui mừng khi thấy chúng tôi," Ben nói. "Họ đang tìm cách để thành công." Thật đáng ngạc nhiên, Wachovia vẫn sẵn sàng bán bảo hiểm giá rẻ cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn; rủi ro mà các cán bộ tín dụng của nó không muốn chấp nhận chính là rủi ro của việc giao dịch trực tiếp với Cornwall Capital. Phải mất một thời gian, nhưng Charlie cũng đã sắp xếp được để Bear Stearns ngồi ở giữa hai bên, với một khoản phí. Vào tháng 2 năm 2007, họ ít nhiều đã thỏa thuận được một giao dịch trị giá 45 triệu đô-la, tuy nhiên phải mất vài tháng để hình thành nên các chi tiết nên đến tận đầu tháng 5, giao dịch mới được thông qua. "Wachovia là một món quà từ Thượng Đế," Ben nói. "Nó giống như việc chúng tôi đang ở trên một chiếc máy bay ở độ cao 30.000 feet, bị chết máy và Wachovia vẫn còn một vài chiếc dù để bán. Không ai khác còn bán dù, nhưng không ai thực sự muốn tin rằng chúng là thứ cần thiết… Sau đó, thị trường hoàn toàn đóng cửa."

Trong một danh mục đầu tư chưa đến 30 triệu đô-la, Cornwall Capital hiện sở hữu 205 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, và rất phiền lòng chủ yếu bởi họ không thể sở hữu được nhiều hơn.

Điều đó thật vô lý: Thị trường CDO dưới chuẩn vẫn tiến triển như trước đây, nhưng các công ty lớn Phố Wall đột nhiên không còn cần các nhà đầu tư, những người đang cung cấp nguyên liệu thô cho cỗ máy – các nhà đầu tư muốn mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu. “Bề ngoài, những người khác đang đi mua, nhưng chúng tôi lại không được phép đi bán,” Charlie nói.

Anh không thể biết chắc những gì đang xảy ra bên trong các công ty lớn, nhưng anh có thể đoán: Một vài nhân viên giao dịch trong nội bộ đã bừng tỉnh trước thảm họa sắp xảy ra và đang vật lộn để thoát ra khỏi thị trường trước khi nó sụp đổ. “Với những gã ở Bear, tôi đã nghi ngờ rằng, nếu có các hợp đồng hoán đổi nợ xấu trên các CDO để mua, họ chắc chắn sẽ mua nó cho chính mình,” Charlie nói. Vào cuối tháng 2, một nhà phân tích của Bear Stearns tên là Gyan Sinha đã xuất bản một chuyên luận dài cho rằng sự sụt giảm gần đây trong các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn không liên quan đến chất lượng các trái phiếu và mà hoàn toàn do “tâm lý thị trường.” Charlie đọc nó và nghĩ rằng người viết ra nó không biết những gì đang thực sự diễn ra trong thị trường. Theo nhà phân tích đó của Bear Stearns, các CDO xếp hạng AA đang được giao dịch ở mức 75 điểm cơ bản trên mức lãi suất phi rủi ro – có nghĩa là, Charlie đáng ra đã có thể mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu với mức phí bảo hiểm 0,75% một năm. Trái lại, các nhân viên giao dịch ở Bear Stearns lại không sẵn sàng bán chúng cho anh với mức giá gấp năm lần giá đó. “Tôi gọi cho gã đó và nói, ‘Anh đang nói về cái chết tiệt gì vậy?’ Anh ta nói, “Vâng, đây là nơi các thỏa thuận được in ra.’ Tôi hỏi anh ta, ‘Các bàn giao dịch có thực sự đang bán và mua ở mức giá này không?’ Và anh ta nói, ‘Tôi phải đi,’ rồi dập máy.”

Giao dịch của họ giờ đây có vẻ rõ ràng một cách lố bịch – mọi chuyện như thể họ đã mua được một bảo hiểm cháy nổ giá rẻ cho một ngôi nhà đã chìm trong biển lửa. Nếu thị trường thế chấp dưới chuẩn có một chút hứng thú dù là nhỏ nhất với sự hiệu quả, nó hẳn là sẽ đóng cửa ngay lúc đó. Trong hơn 18 tháng, từ giữa năm 2005 đến tận đầu năm 2007, có một sự thiếu liên kết ngày càng gia tăng giữa giá của các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn và giá trị của các khoản vay làm cơ sở cho chúng. Vào cuối tháng 1 năm 2007, các trái phiếu – hay đúng hơn, chỉ số ABX được tạo thành từ các trái phiếu này – bắt đầu giảm giá. Ban đầu, các trái phiếu giảm đều đặn nhưng sau đó giảm mạnh – đến đầu tháng 6, chỉ số của các trái phiếu dưới chuẩn xếp hạng BBB đóng cửa ở mức hơn 60 – tức là các trái phiếu đã mất hơn 30% giá trị ban đầu. Do đó, cũng hoàn toàn hợp lý nếu cho rằng các CDO, được tạo ra từ các trái phiếu dưới chuẩn xếp hạng BBB này, cũng sụp đổ. Nếu quả cam đã thối, chắc chắn nước cam cũng hỏng.

Tuy nhiên, điều này đã không xảy ra. Thay vào đó, từ tháng 2 đến tháng 6 năm 2007, các công ty lớn ở Phố Wall, dẫn đầu là Merrill Lynch và Citigroup, đã tạo ra và bán 50 tỉ đô-la các CDO mới. “Chúng tôi hoàn toàn bối rối,” Charlie nói. “Bởi mọi người và mọi thứ đã quay trở lại bình thường, mặc dù rõ ràng không bình thường. Chúng tôi biết tài sản thế chấp cho các CDO đã sụp đổ. Nhưng tất cả mọi thứ vẫn diễn ra, như thể không có gì thay đổi.”

Nó như thể toàn bộ thị trường tài chính đã cố gắng thay đổi tâm trí của mình – và sau đó nhận ra rằng nó không đủ khả năng để thay đổi. Các công ty Phố Wall – đáng chú ý nhất là Bear Stearns và Lehman Brothers – tiếp tục xuất bản các nghiên cứu thị trường trái phiếu tái khẳng định sức mạnh của thị trường. Vào cuối tháng 4, Bear Stearns đã tổ chức một hội nghị CDO, mà Charlie đã lẻn vào tham dự. Trên dự định ban đầu thì sẽ có một bài thuyết trình có tựa đề là “Làm thế nào để bán khống một CDO.” Nhưng cuối cùng, nó bị bỏ khỏi chương trình. Moody’s và S&P cũng nao núng. Vào cuối tháng 5, hai cơ quan xếp hạng lớn này thông báo rằng họ đang xem xét lại những mô hình xếp hạng trái phiếu dưới chuẩn của mình. Charlie và Jamie thuê một luật sư để gọi cho Moody’s và hỏi họ rằng liệu họ có định xếp hạng các trái phiếu dưới chuẩn theo các tiêu chí khác nhau trong tương lai hay không, và liệu họ có thể xem xét lại các trái phiếu giá trị khoảng hai nghìn tỉ đô-la mà họ đã xếp hạng tồi tệ hay không. Moody’s không nghĩ đó là một ý tưởng hay. “Chúng tôi nói kiểu như, ‘Anh không cần phải xếp hạng hết lại chúng. Chỉ những cái chúng tôi bán khống thôi,’” Charlie nói. “Họ chỉ nói, ‘Ừmmmmmm… không.’”

Đối với Charlie, Ben và Jamie, rõ ràng rằng Phố Wall đang đỡ giá của những CDO này để họ có thể hoặc là đổ rủi ro lên đầu khách hàng cả tin hoặc kiếm vài tỉ đô-la cuối cùng từ một thị trường đã thối nát. Trong cả hai trường hợp, họ đều đang vắt và bán nước cam từ những quả rõ ràng đã bị hỏng. Vào cuối tháng 3 năm 2007, “Chúng tôi chắc chắn một trong hai điều đó là sự thật,” Charlie nói. “Hoặc là trò chơi hoàn toàn bị gian lận, hoặc là chúng tôi bị điên. Gian lận rõ ràng đến mức đối với chúng tôi, nó có vẻ đã tác động đến cả nền dân chủ. Chúng tôi thực sự đã rất sợ hãi.” Họ biết cả những phóng viên làm việc cho New York Times và Wall Street Journal – nhưng những phóng viên mà họ biết không hề có hứng thú với câu chuyện của họ. Một người bạn từ Journal đã giới thiệu họ tới bộ phận hành pháp của SEC, nhưng bộ phận này cũng không có hứng thú. Charlie nói. “Họ không biết gì về các CDO, hay các chứng khoán được bảo đảm bởi tài sản. Chúng tôi đã đưa họ xem qua các giao dịch của mình nhưng tôi không chắc họ hiểu.” SEC không bao giờ tiếp tục.

Cornwall gặp một vấn đề còn cấp thiết hơn nhiều sự sụp đổ của xã hội như chúng ta biết: sự sụp đổ của Bear Stearns. Vào ngày 14 tháng 6 năm 2007, Bear Stearns Asset Management, một

công ty CDO, giống như công ty của Wing Chau, nhưng được điều hành bởi các cựu nhân viên Bear Stearns đã nhận được sự ủng hộ ngầm từ công ty mẹ, tuyên bố rằng họ đã thua lỗ trong các cuộc cá cược vào các chứng khoán thế chấp dưới chuẩn và do đó họ bị buộc phải bán hạ giá 3,8 tỉ đô-la giá trị những cuộc cá cược này trước khi đóng quỹ. Cho đến thời điểm này, Cornwall Capital vẫn không thể hiểu tại sao Bear Stearns đã rất háo hức bán cho họ bảo hiểm các CDO. "Bear có thể cho chúng tôi thấy mức thanh khoản trong các CDO mà tôi không thể hiểu được," Ben nói. "Họ có một người mua thường trực ở phía bên kia. Tôi không biết rằng các giao dịch của mình lại đi trực tiếp vào quỹ của họ, nhưng tôi cũng không biết chúng có thể sẽ đi tới đâu khác."

Và trong đó có một vấn đề rất lớn: Bear Stearns đã bán cho Cornwall 70% các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của nó. Bởi Bear Stearns là công ty lớn và có vị trí quan trọng, còn Cornwall Capital chỉ là một quỹ phòng hộ nhỏ trong nhà để xe, nên Bear Stearns không bị yêu cầu phải thế chấp tài sản với Cornwall. Cornwall giờ hoàn toàn phải chịu khả năng rằng Bear Stearns sẽ không thể trả được các khoản nợ đánh bạc của mình. Cornwall Capital không thể không nhận thấy rằng mức độ Bear Stearns định hình ngành kinh doanh trái phiếu thế chấp dưới chuẩn cũng không hơn gì mức độ nó bị chính ngành này định hình lại. "Họ đã tự biến mình từ một tổ chức hoạt động môi giới ít rủi ro thành một động cơ thế chấp dưới chuẩn," Jamie nói. Nếu thị trường thế chấp dưới chuẩn sụp đổ, Bear Stearns chắc chắn sụp đổ cùng với thị trường.

Quay trở lại hồi tháng 3, Cornwall đã mua 105 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Bear Stearns – có nghĩa là, họ đã đặt cược vào sự sụp đổ của Bear Stearns – từ ngân hàng Anh HSBC. Nếu Bear Stearns thất bại, HSBC sẽ nợ họ 105 triệu đô-la. Tất nhiên điều này chỉ dịch chuyển rủi ro của họ sang cho HSBC. HSBC là ngân hàng lớn thứ ba thế giới, và là một trong những nơi mà không ai nghĩ sẽ sụp đổ. Tuy nhiên, vào ngày 8 tháng 2 năm 2007, HSBC đã làm rung chuyển thị trường với thông báo rằng nó đang phải chịu một tổn thất rất lớn tới mức đáng ngạc nhiên liên quan đến danh mục các khoản vay thế chấp dưới chuẩn. Nó đã bước chân vào ngành cho vay dưới chuẩn Mỹ năm 2003, khi mua tổ chức cho vay tiêu dùng lớn nhất của Mỹ, Household Finance. Cũng chính Household Finance đã đẩy Steve Eisman qua ranh giới hẹp giữa sự hoài nghi và sự bi quan vào Phố Wall.

Steve Eisman đã bắt đầu bằng việc điều hành một quỹ đầu tư cổ phiếu 60 triệu đô-la nhưng bây giờ lại đang bán khống khoảng 600 triệu đô-la giá trị của các loại chứng khoán liên quan đến dưới chuẩn khác nhau, và anh còn muốn bán khống nhiều hơn nữa. "Đôi khi các ý tưởng của anh không thể thể hiện hết trong một giao dịch," Vinny nói. "Lần này thì chúng có thể." Tuy nhiên, Eisman đã bị kiềm chế bởi FrontPoint Partners và nói rộng ra là Morgan Stanley. Là

nhân viên giao dịch đứng đầu FrontPoint, Danny Moses nhận thấy mình bị kẹt ở giữa Eisman và những gã làm quản trị rủi ro của FrontPoint, những người có vẻ không hiểu họ đang làm gì. “Họ gọi cho tôi và nói, ‘Anh có thể khiến Steve từ bỏ một số giao dịch loại đó không?’ Tôi đi tới chỗ Steve và Steve nói lại rằng, ‘Hãy bảo bọn họ biến đi.’ Và tôi nói, ‘Biến đi.’” Nhưng những nhân viên quản lý rủi ro đã săn đuổi họ và cản trở Eisman. “Nếu những người quản lý rủi ro nói với chúng tôi rằng, ‘Chúng tôi rất thích giao dịch này và anh có thể thực hiện gấp 10 lần số này,’” Danny nói, “thì Steve sẽ thực hiện gấp 10 lần số đó.” Greg Lippmann bây giờ đang khiến Vinny và Danny ngập trong đủ loại thông tin tiêu cực về thị trường nhà ở, và, lần đầu tiên, Vinny và Danny bắt đầu giấu không để Eisman biết thông tin. “Chúng tôi e rằng anh ta sẽ lao ra khỏi văn phòng và hét lên rằng, ‘Hãy đặt cược một nghìn tỉ!’” Danny nói.

Vào mùa xuân năm 2007, thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đã được củng cố thêm một chút – một điều thật khó tin. “Ảnh hưởng của các vấn đề trong thị trường dưới chuẩn lên nền kinh tế và các thị trường tài chính có vẻ đã được khống chế,” Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Mỹ Ben Bernanke đã phát biểu như vậy trên các tờ báo vào ngày 7 tháng 3. “Chất lượng tín dụng luôn được cải thiện vào tháng 3 và tháng 4,” Eisman nói. “Và lý do là bởi mọi người được hoàn thuế. Bạn sẽ nghĩ mọi người trong thế giới chứng khoán hóa đều biết điều này. Và đúng là họ biết. Nhưng họ lại thắt chặt chênh lệch tín dụng. Chúng ta chỉ nghĩ đó là hành động ngu ngốc. Các anh là ai, những thằng ngu chết tiệt?” Thật ngạc nhiên, thị trường chứng khoán tiếp tục tăng cao, và màn hình trên các bàn giao dịch FrontPoint phát ra tín hiệu tăng không ngừng. “Chúng tôi tắt CNBC,” Danny Moses nói. “Thật bực bội khi chúng không liên quan gì đến thực tế nữa. Nếu có điều gì đó tiêu cực xảy ra, họ sẽ biến nó thành tích cực. Nếu có điều gì đó tích cực xảy ra, họ sẽ làm quá lên. Nó làm thay đổi tâm trí của bạn. Bạn không thể bị che mắt bởi những thứ chết tiệt như thế.”

Khi trở về từ Las Vegas, họ bắt đầu quấy nhiễu các cơ quan xếp hạng và dân Phố Wall nhằm thu thập thêm thông tin. “Chúng tôi đang cố gắng tìm ra bất cứ điều gì khiến các cơ quan xếp hạng hạ cấp xếp hạng,” Danny nói. Trong quá trình này, họ nhận được nhiều tin tức đáng ngại hơn. Ví dụ, họ thường tự hỏi tại sao các cơ quan xếp hạng không khắt khe hơn đối với các trái phiếu được bảo đảm bằng thế chấp dưới chuẩn lãi suất thả nổi. Những người đi vay dưới chuẩn thường rất dễ vỡ nợ. Hầu như không ai, nếu có, đang phải chịu rủi ro của việc khoản trả lãi đang tăng vọt. Tuy nhiên, do hầu hết các khoản vay này đã được phân lớp, chủ sở hữu nhà sẽ trả một lãi suất cố định ban đầu thấp, khoảng 8% trong 2 năm đầu tiên, sau đó, vào đầu năm thứ ba, lãi suất sẽ tăng vọt lên khoảng 12%, và giữ mãi ở mức cao đó. Thật dễ hiểu lý do tại sao những nhà khởi tạo như Option One và New Century thích tạo ra các khoản vay này: Sau 2

năm, những người đi vay hoặc là vỡ nợ hoặc là sẽ đổi nợ nếu giá nhà của họ tăng. Với họ, vỡ nợ cũng không sao, bởi họ không phải chịu rủi ro của khoản vay; còn đổi nợ là một cơ hội để tính cho người vay những khoản phí mới. Khi đứng giữa các cơ quan xếp hạng và những người anh biết trong ngành kinh doanh đóng gói các trái phiếu dưới chuẩn, Eisman học được rằng các cơ quan xếp hạng chỉ đơn giản cho rằng khả năng thanh toán của người vay khi lãi suất trên các khoản vay là 12% cũng không khác gì khi là 8% – điều này đồng nghĩa với việc các trái chủ nhận được nhiều dòng tiền hơn. Các trái phiếu được đảm bảo bằng thế chấp lãi suất thả nổi nhận được các xếp hạng cao hơn hẳn những trái phiếu được đảm bảo bởi các thế chấp lãi suất cố định – đó là lý do tại sao phần trăm tỉ lệ của các thế chấp dưới chuẩn với lãi suất thả nổi đã tăng lên, trong 5 năm qua, từ 40 lên 80.

Rất nhiều trong số các khoản vay này đang dần trở nên xấu đi, nhưng các trái phiếu dưới chuẩn không dao động – bởi Moody’s và S&P vẫn không thay đổi các quan điểm chính thức của họ. Là một nhà đầu tư cổ phiếu, FrontPoint Partners được các nhà môi giới cổ phiếu Phố Wall theo dõi. Eisman đề nghị nhân viên kinh doanh thị trường cổ phiếu tại Goldman Sachs, Morgan Stanley và những công ty khác mang theo những người kinh doanh trái phiếu đến gặp họ. “Chúng tôi đặt ra cùng một câu hỏi,” Eisman nói. “Các cơ quan xếp hạng ở đâu trong tất cả những việc này?’ Và tôi luôn nhận được cùng một câu trả lời. Đó là một phản ứng vật lý bởi họ không muốn nói ra. Họ chỉ cười.” Tiếp tục đào sâu tìm hiểu, anh gọi cho S&P và hỏi chuyện gì đã xảy ra với các tỉ lệ vỡ nợ nếu giá bất động sản giảm. Người đàn ông ở S&P không thể nói: Mô hình dành cho giá nhà ở của họ không có khả năng chấp nhận một con số âm. “Họ chỉ đang giả định rằng giá nhà ở sẽ tiếp tục tăng lên,” Eisman nói.

Cuối cùng, anh đã nhảy lên tàu điện ngầm với Vinny và xuống Phố Wall để gặp một phụ nữ tại S&P tên là Ernestine Warner. Warner là một nhà phân tích ở bộ phận giám sát. Bộ phận giám sát này chịu trách nhiệm theo dõi các trái phiếu dưới chuẩn và hạ xếp hạng của chúng nếu các khoản vay cơ sở của chúng trở nên xấu đi. Các khoản vay đang xấu đi nhưng các trái phiếu không bị hạ xếp hạng – và một lần nữa Eisman tự hỏi liệu S&P có biết điều gì mà anh không biết không. “Khi chúng tôi bán khống các trái phiếu, tất cả những gì chúng tôi có là các dữ liệu ở cấp độ rổ,” anh nói. Dữ liệu ở cấp độ rổ cung cấp cho bạn những đặc điểm chung – điểm FICO trung bình, tỉ lệ khoản vay trên giá trị tài sản thế chấp trung bình, số lượng trung bình các khoản vay không giấy tờ, v.v… – nhưng không nói gì đến từng khoản vay riêng lẻ. Ví dụ, dữ liệu cấp độ rổ cho bạn biết rằng 25% các khoản vay mua nhà ở một vài rổ đã được bảo hiểm, nhưng không nói rõ là các khoản vay nào – những khoản vay nhiều khả năng xấu đi hay những khoản vay ít khả năng xấu đi. Việc xác minh các công ty Phố Wall đã lừa đảo cả hệ thống tệ đến

mức nào là bất khả thi. “Chúng tôi nghĩ rằng các cơ quan xếp hạng có nhiều dữ liệu hơn chúng tôi,” Eisman nói. “Nhưng không phải như vậy.”

Lượng thông tin thô mà Ernestine Warner có cũng không hơn gì những người giao dịch như Eisman. Điều này thật điên rồ: Các trọng tài quyết định giá trị cho các trái phiếu lại không thể tiếp cận với các thông tin liên quan đến trái phiếu. “Khi chúng tôi hỏi cô ấy tại sao,” Vinny nói, “cô ta nói, ‘Các tổ chức phát hành không cung cấp thông tin cho chúng tôi.’ Đó là khi tôi mất kiểm soát. ‘Cô cần phải yêu cầu để có được nó!’ Cô ta nhìn chúng tôi như thể, ‘Chúng tôi không thể làm điều đó.’ Chúng tôi có thái độ như kiểu, ‘Ai phụ trách ở đây? Cô là người trưởng thành. Cô là cảnh sát! Hãy nói với họ cung cấp cái chết tiệt đó cho cô!!!’” Eisman kết luận, “S&P đã lo rằng nếu họ yêu cầu dữ liệu từ Phố Wall, Phố Wall sẽ chuyển sang nhờ Moody’s xếp hạng.”

Là một nhà đầu tư, Eisman được phép ngồi nghe trong các cuộc gọi hội nghị hàng quý do Moody’s tổ chức, nhưng không được phép đặt câu hỏi. Tuy nhiên, những người ở Moody’s rất thông cảm cho nhu cầu của anh trong việc được tương tác thật hơn; và CEO của công ty, Ray McDaniel, thậm chí đã mời Eisman và nhóm của anh tới thăm văn phòng của ông, một cử chỉ để lại rất nhiều thiện cảm đối với Eisman. “Khi nào thì việc bán khống được chào đón ở mọi nơi?” Eisman hỏi. “Khi anh bán khống, cả thế giới sẽ chống lại anh. Công ty duy nhất gặp tôi mà biết rõ chúng tôi là những người bán khống chính là Moody’s.” Sau chuyến đi đến Las Vegas, Eisman và nhóm của anh chắc chắn rằng thế giới đã bị đảo lộn đến mức họ cho rằng Raymond McDaniel chắc cũng phải biết điều đó. “Nhưng chúng tôi vẫn đang ngồi đó,” Vinny nhớ lại, “còn ông ta nói với chúng tôi, như thể ông ta thực sự có ý như vậy, rằng, ‘Tôi thực sự tin tưởng các xếp hạng của chúng tôi sẽ chính xác.’” Steve giật bắn mình và hỏi lại, ‘Ông vừa nói gì?’ – như thể người đàn ông đó vừa thốt ra một câu nói ngớ ngẩn nhất trong lịch sử tài chính. Ông ta nhắc lại. Eisman chỉ cười vào mặt ông ta. Khi họ ra về, Vinny nói một cách kính cẩn, “Thưa ngài, với tất cả lòng kính trọng, ngài đang ảo tưởng đấy ạ.” Không phải là Fitch hay thậm chí là S&P. Đó là Moody’s. Nhà quý tộc trong ngành xếp hạng, công ty mà Warren Buffett sở hữu 20%. Vậy mà CEO của nó lại đang bị Vincent Daniel, đến từ Queens, cho là một kẻ ngốc hoặc một kẻ lừa đảo.

Đầu tháng 6, thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn tiếp tục suy giảm, và vị thế của FrontPoint bắt đầu dịch chuyển – đầu tiên là hàng nghìn, sau đó là hàng triệu đô-la một ngày. “Tôi biết tôi đang kiếm được tiền,” Eisman thường xuyên hỏi. “Vậy ai đang mất tiền?” Họ đã bán khống cổ phiếu của các nhà khởi tạo thế chấp và nhà thầu xây dựng nhà ở. Bây giờ họ bổ sung vào các vị thế bán khống của mình cổ phiếu của những cơ quan xếp hạng.

Một cách không thể tránh khỏi, sự chú ý của họ chuyển sang trái tim của chủ nghĩa tư bản, các

ngân hàng đầu tư lớn ở Phố Wall. “Giả thuyết ban đầu của chúng tôi là cỗ máy chứng khoán hóa chính là trung tâm lợi nhuận lớn của Phố Wall và nó sẽ chết,” Eisman nói. “Khi điều đó xảy ra, doanh thu của họ sẽ cạn kiệt.” Một trong những lý do Phố Wall tạo ra ngành công nghiệp mới mang tên tài chính phân lớp này chính là do mảnh kinh doanh cũ của nó sinh lời ngày càng kém. Lợi nhuận trong môi giới cổ phiếu, cùng với lợi nhuận trong các loại môi giới trái phiếu thông thường, đã bị đè bẹp bởi cuộc cạnh tranh Internet. Khi thị trường ngừng mua trái phiếu thế chấp dưới chuẩn và các CDO được bảo đảm bởi các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, các ngân hàng đầu tư sẽ rơi vào khó khăn. Phải đến tận giữa năm 2007 thì Eisman mới bắt đầu nghi ngờ rằng các công ty này đã ngờ nghệch đến mức đầu tư vào các sản phẩm của chính mình. Trong một vài năm trước, anh có thể nhận ra rằng đòn bẩy của họ đang tăng lên đáng kể. Tất nhiên anh cũng có thể nhận ra rằng họ đang nắm giữ ngày càng nhiều tài sản rủi ro bằng tiền đi vay. Điều anh không thể nhận ra chính là bản chất của các tài sản đó. Các trái phiếu doanh nghiệp xếp hạng AAA, hay các CDO dưới chuẩn xếp hạng AAA? “Bạn không thể biết chắc được,” anh nói. “Điều đó không được tiết lộ. Bạn không thể biết họ có gì trong bảng cân đối kế toán của họ. Bạn mặc nhiên cho rằng họ đã loại bỏ đống chết tiệt này ngay khi họ tạo ra nó.”

Một sự kết hợp những thực tế mới, và sự liên hệ trực tiếp với những người điều hành các công ty lớn cùng với các cơ quan xếp hạng, đã khơi lên sự hoài nghi trong anh. Thực tế mới đầu tiên chính là thông báo của HSBC, vào tháng 2 năm 2007, rằng nó bị lỗ lớn về các khoản vay dưới chuẩn, và một thông báo thứ hai, vào tháng 3, rằng nó đang bán phá giá danh mục đầu tư dưới chuẩn của mình. Thực tế mới thứ hai chính là kết quả quý II của Merrill Lynch. Vào tháng 7 năm 2007, Merrill Lynch công bố thêm một quý có lãi kỳ lạ nữa, nhưng thừa nhận rằng doanh thu của nó từ các giao dịch thế chấp đã bị suy giảm do thua lỗ về trái phiếu dưới chuẩn. Trong mắt phần lớn các nhà đầu tư, điều này chỉ như một mẩu tin nhỏ nhưng đối với Eisman, đó là một tin lớn: Merrill Lynch sở hữu một số lượng lớn các chứng khoán thế chấp dưới chuẩn. Giám đốc tài chính của Merrill, Jeff Edwards, nói với hãng tin Bloomberg rằng thị trường không cần phải lo lắng về điều này, vì “quản lý rủi ro năng động” đã cho phép Merrill Lynch giảm sự ảnh hưởng đến từ các trái phiếu dưới chuẩn được xếp hạng thấp hơn. “Tôi không muốn nhúng quá sâu vào cách thức chúng tôi định vị chính mình tại bất cứ thời điểm nào,” Edwards nói, nhưng vẫn phải tiến vào đủ sâu để nói rằng thị trường đang chú ý quá nhiều đến bất cứ điều gì Merrill định làm với các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Hay, như Edwards nói một cách giản lược, “Có một sự tập trung bất cân xứng vào một loại tài sản nhất định trong một quốc gia nhất định.”

Eisman không nghĩ như vậy – và 2 tuần sau đã thuyết phục một nhà phân tích của UBS tên là

Glenn Schorr hộ tống anh đến một cuộc họp nhỏ giữa Edwards và các cổ đông lớn nhất Merrill Lynch. Vị giám đốc tài chính của Merill bắt đầu bằng việc giải thích rằng vấn đề nhỏ về thế chấp dưới chuẩn mà Merrill Lynch có vẻ đang gặp phải hoàn toàn nằm dưới tầm kiểm soát của các mô hình Merrill Lynch. Một người ở đó nói. "Trong khi Jeff đang tiếp tục bài phát biểu đã được chuẩn bị trước của mình thì Steve nổi xung lên, 'Các mô hình của ông hoàn toàn sai!' Có một sự im lặng rất khó xử bao trùm lấy căn phòng. Steve đang ngồi ở cuối bàn và anh bắt đầu sắp xếp lại những giấy tờ của mình một cách thật sự gây chú ý – như thể muốn nói, 'Xin lỗi, nhưng tôi phải đi bây giờ.'"

Về phần mình, Eisman coi sự việc này như một sự trao đổi quan niệm một cách lịch sự, mà sau đó anh không hứng thú nữa. "Chẳng còn gì để nói nữa. Tôi chỉ biết gã đó không hiểu."

Xét về bề ngoài, những công ty Phố Wall lớn này có vẻ mạnh mẽ; nhưng bên trong, Eisman bắt đầu nghĩ rằng, vấn đề của họ có thể không chỉ giới hạn ở khả năng sụt giảm doanh thu. Nếu họ thực sự không tin thị trường thế chấp dưới chuẩn là một vấn đề đối với họ, thì thị trường thế chấp dưới chuẩn có thể chính là cái kết của họ. Anh và nhóm của mình hiện đang chuẩn bị tìm kiếm các rủi ro dưới chuẩn tiềm ẩn: Ai đang che dấu điều gì? "Chúng tôi gọi nó là Cuộc truy tìm kho báu khổng lồ," anh nói. Họ không biết chắc liệu các công ty này, bằng cách nào đó, có ở phía bên kia cuộc cá cược chống lại các trái phiếu dưới chuẩn mà anh đang thực hiện hay không, nhưng càng tìm hiểu, anh càng chắc chắn rằng họ cũng không biết. Anh xuất hiện ở các cuộc họp với các CEO Phố Wall và đặt ra cho họ các câu hỏi cơ bản nhất về các bảng cân đối kế toán. "Họ không biết," anh nói. "Họ không biết các bảng cân đối kế toán của chính họ." Một lần, anh được mời tới dự một cuộc họp với CEO của Bank of America, Ken Lewis. "Tôi ngồi đó lắng nghe ông ta. Tôi đã hiểu ra. Tôi tự nhủ, 'Lạy chúa tôi, ông ta thật ngu xuẩn!' Gã đàn ông điều hành một trong những ngân hàng lớn nhất thế giới là một gã ngu xuẩn!" Họ đã bán khống cổ phiếu của Bank of America, cùng với UBS, Citigroup, Lehman Brothers, và một vài công ty khác. Họ không được phép bán khống Morgan Stanley bởi họ thuộc sở hữu của Morgan Stanley, nhưng nếu họ có thể, họ sẽ làm. Không lâu sau khi thực hiện các cuộc bán khống chống lại các ngân hàng lớn Phố Wall, họ được một nhà phân tích nổi tiếng chuyên theo dõi các công ty, Brad Hintz, tại Sanford C. Bernstein & Co, ghé thăm. Hintz đã hỏi Eisman về ý định của anh.

"Chúng tôi chỉ bán khống Merrill Lynch," Eisman nói.

"Tại sao?" Hintz hỏi.

"Chúng tôi có một luận đề rất đơn giản," Eisman nói. "Sẽ có một thảm họa, và ở đâu có thảm họa, ở đó có Merrill." Khi Quận Cam phá sản do lời khuyên tồi, Merrill ở đó. Khi bong bóng

Internet vỡ, Merrill ở đó. Quay lại những năm 1980, khi nhân viên giao dịch trái phiếu đầu tiên thoát khỏi sự kiểm soát chặt chẽ, và gây tổn thất hàng trăm triệu đô-la, Merrill cũng ở đó để hứng chịu. Đó là cái lý của Eisman: Cái lý của trật tự phân hạng Phố Wall. Goldman Sachs là một đứa trẻ lớn điều hành trò chơi trong khu vực này, còn Merrill Lynch là một đứa trẻ béo được chỉ định đóng vai ít mong muốn nhất và cảm thấy vui chỉ vì được là một phần trong đó. Trò chơi ở đây, theo như Eisman nhận định, chính là trò "quất roi." Anh cho rằng Merrill Lynch đã nhận vị trí được chỉ định ở phía cuối chuỗi.

Vào ngày 17 tháng 7 năm 2007, 2 ngày trước khi Ben Bernanke, chủ tịch Cục Dự trữ, nói với Thượng viện Mỹ rằng ông thấy thị trường thế chấp dưới chuẩn lỗ không quá 100 tỷ đô-la, FrontPoint đã làm một điều bất thường: tổ chức cuộc gọi hội nghị của chính mình. Họ đã có những cuộc gọi với số ít các nhà đầu tư của mình, nhưng lần này họ đã mở rộng nó. "Steve là một trong khoảng 2 nhà đầu tư hiểu rõ điều gì đang xảy ra," một nhà phân tích nổi tiếng Phố Wall nói. 500 người gọi đến để nghe những gì Eisman nói, và 500 người khác sau đó đăng nhập để nghe lại đoạn ghi âm. Anh giải thích thuật giả kim kỳ lạ về CDO mezzanine – và nói rằng anh dự kiến chỉ riêng mảnh này của thị trường sẽ lỗ tới 300 tỷ đô-la. Để đánh giá tình hình này, anh nói với khán giả của mình, "Hãy ném mô hình của bạn vào sọt rác. Các mô hình đều dựa vào quá khứ. Chúng không có bất cứ hình dung nào về tương lai của thế giới… Lần đầu tiên trong cuộc đời họ, những người trong thế giới chứng khoán hóa đảm bảo bởi tài sản thực sự phải suy nghĩ." Anh giải thích rằng các cơ quan xếp hạng đã bị "phá sản" về mặt đạo đức và đang sống trong nỗi sợ hãi bị phá sản thực sự. "Các cơ quan xếp hạng đang sợ đến chết," anh nói. "Họ sợ đến chết về việc không làm gì bởi họ sẽ trông giống những kẻ ngu xuẩn nếu họ không làm gì." Anh cho rằng toàn bộ một nửa của các khoản vay thế chấp nhà ở Mỹ – giá trị nhiều nghìn tỉ đô-la – sẽ phải chịu lỗ. "Chúng ta đang ở trong một trong những thử nghiệm xã hội lớn nhất đã từng xảy ra ở đất nước này," Eisman nói. "Nó chắc chắn không phải là một thử nghiệm vui… Bạn nghĩ nó xấu xí. Bạn vẫn chưa thấy gì đâu."

Sau ngày hôm đó, những nhà đầu tư trong các quỹ phòng hộ bị sụp đổ Bear Stearns được thông báo rằng 1,6 tỉ đô-la của họ trong các CDO được bảo đảm bằng dưới chuẩn xếp hạng AAA không chỉ mất giá, mà còn trở nên vô giá trị. Eisman bây giờ đã bị thuyết phục rằng rất nhiều công ty lớn nhất trên Phố Wall không hiểu rủi ro của chính họ, và đang ở trong tình trạng nguy hiểm. Anh vẫn nhớ như in bữa tối với Wing Chau – khi anh được hiểu hơn về vai trò trung tâm của CDO mezzanine và đặt cược lớn chống lại chính những CDO này. Điều này tất nhiên dấy lên câu hỏi: Trong một CDO, chính xác là có cái gì? "Tôi không biết có thứ chết tiệt gì ở trong đó," Eisman nói. "Anh không thể phân tích. Anh không thể nói, 'Hãy đưa cho tôi tất cả CDO mà chỉ

toàn California ở trong đó.' Không ai biết trong đó có gì."

Sau đó, tin mới lại xuất hiện. Eisman từ lâu đã đặt mua một bản tin nổi tiếng trong nội bộ Phố Wall nhưng mờ nhạt đối với người ngoài, Grant's Interest Rate Observer. Biên tập viên của bản tin này, Jim Grant, đã tiên tri về sự diệt vong kể từ khi chu kỳ nợ lớn bắt đầu vào giữa những năm 1980. Vào cuối năm 2006, Grant quyết định điều tra những sản phẩm kỳ lạ của Phố Wall được biết đến như là các CDO. Hay nói đúng hơn, anh đã hỏi trợ lý trẻ của mình, Dan Gertner, một kỹ sư hóa học có bằng MBA, xem liệu anh ta có hiểu chúng hay không. Gertner đi ra ngoài với những văn bản giải thích về CDO cho các nhà đầu tư tiềm năng và vật lộn với chúng. "Sau đó anh ta trở lại," Grant nói, "và nói, 'Tôi không thể hiểu được thứ này.' Và tôi nói, 'Tôi nghĩ chúng ta có câu chuyện của mình rồi.'"

Gertner đã miệt mài tìm kiếm và cuối cùng kết luận rằng dù có miệt mài đến thế nào đi chăng nữa, anh ta cũng không bao giờ có thể chạm được đến đáy của thứ chính xác nằm bên trong một CDO – điều mà đối với Jim Grant có nghĩa rằng không nhà đầu tư nào có thể làm được điều đó. Tiếp theo, nó nói lên điều mà Grant đã biết, rằng có quá nhiều người tin một cách mù quáng vào một số lượng lớn các báo cáo tài chính. Vào đầu năm 2007, Grant viết một loạt bài về việc các cơ quan xếp hạng đã từ bỏ công việc của họ – rằng họ gần như chắc chắn đang xếp hạng những CDO mà chính họ không biết chính xác có những gì bên trong. Vì những rắc rối của mình, Grant cùng với người trợ lý đáng tin cậy đã bị S&P gọi đến để trách mắng. "Chúng tôi thực sự đã bị triệu tập đến cơ quan xếp hạng và họ nói rằng, 'Các anh không hiểu gì về nó,'" Gertner nói. "Jim đã sử dụng thuật ngữ 'thuật giả kim' và họ không thích thuật ngữ đó."

Chỉ cách văn phòng ở Phố Wall của Grant's một vài dặm về phía bắc, một người quản lý quỹ phòng hộ đầu tư cổ phiếu với tầm nhìn đen tối về thế giới đang tự hỏi lý do tại sao anh không nghe thấy những giọng nói khác nghi ngờ về thị trường trái phiếu và các sản phẩm sâu sắc của nó. Trong bài luận của Jim Grant, Steve Eisman tìm thấy một sự xác nhận độc lập cho lý thuyết của anh về thế giới tài chính. "Khi tôi đọc nó," Eisman nói, "Tôi nghĩ, Chúa ơi, việc này chẳng khác nào sở hữu một mỏ vàng. Khi tôi đọc nó, tôi là gã duy nhất trong thế giới đầu tư cổ phiếu có được cảm giác sung sướng tột độ."

8. Sự im lặng kéo dài

Ngày Steve Eisman trở thành người đầu tiên có được cảm giác sung sướng tột độ nhờ một bài viết của Grant's Interest Rate Observer, Tiến sĩ Michael Burry đã nhận được từ CFO của mình một bản sao cùng câu chuyện đó, kèm thêm một lưu ý đầy giễu cợt: "Mike – anh không làm công việc viết báo ngoài giờ cho Grant's, đúng không?"

"Tôi không," Burry trả lời, cảm thấy chẳng phải tin tốt lành gì khi phát hiện ra có ai đó ngoài kia có suy nghĩ như mình. "Tôi hơi ngạc nhiên một chút khi Grant's không liên hệ với chúng tôi…" Anh vẫn ở trong thế giới tài chính nhưng tách biệt khỏi nó, như thể nó ở phía bên kia của một tấm kính mà anh không thể chạm vào. Anh là nhà đầu tư đầu tiên chuẩn đoán sự rối loạn trong hệ thống tài chính Mỹ vào đầu năm 2003: mở rộng tín dụng bằng công cụ. Thứ tài chính phức tạp này được tạo ra với mục đích duy nhất là cho những người không bao giờ có thể trả được nợ vay tiền. "Tôi thực sự tin tưởng rằng cảnh cuối cùng trong vở kịch sẽ là một cuộc khủng hoảng trong các tổ chức tài chính, những kẻ đang làm những điều ngu xuẩn," anh viết, vào tháng 4 năm 2003, cho một người bạn đã tự hỏi tại sao các bức thư hàng quý của Scion Capital gửi đến các nhà đầu tư lại trở nên đen tối như vậy. "Tôi có một việc làm. Kiếm tiền cho các khách hàng của mình. Định kỳ. Nhưng chuyện trở nên điên rồ khi anh bắt đầu thực hiện các cuộc đầu tư mà chúng sẽ càng thêm tuyệt vời nếu bi kịch xảy ra." Sau đó, vào mùa xuân năm 2005, anh đã xác định được, trước bất cứ nhà đầu tư nào khác, chính xác bi kịch nào có nhiều khả năng xảy ra nhất, khi anh thực hiện một cuộc đặt cược lớn, rõ ràng chống lại trái phiếu thế chấp dưới chuẩn.

Trong tháng 2 năm 2007, các khoản vay dưới chuẩn đang bị vỡ nợ với con số kỷ lục, các tổ chức tài chính càng ngày càng bất ổn, và không ai ngoại trừ anh nhớ lại những gì anh đã nói và làm. Anh đã nói với các nhà đầu tư rằng họ có lẽ cần phải kiên nhẫn – rằng cuộc cá cược có thể không đem lại kết quả cho đến khi các thế chấp được phát hành trong năm 2005 hết hạn kỳ lãi suất thấp ban đầu. Họ đã không kiên nhẫn. Rất nhiều nhà đầu tư của anh không tin tưởng anh, và đến lượt anh cũng cảm thấy bị họ phản bội. Lúc đầu anh đã tưởng tượng ra cái kết, nhưng không tưởng tượng được tiến trình xảy ra ở giữa. "Tôi nghĩ là tôi chỉ muốn đi ngủ và thức dậy vào năm 2007," anh nói. Để giữ các cuộc đặt cược chống lại các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, anh đã buộc phải sa thải một nửa số nhân viên ít ỏi của mình, và bỏ hàng tỉ đô-la giá trị các khoản đặt cược anh thực hiện chống lại các công ty liên kết chặt chẽ nhất với thị trường thế chấp dưới chuẩn. Anh bây giờ bị cô lập hơn bao giờ hết.

Vào đầu năm 2007, Michael Burry tự thấy mình vướng vào một tình huống kỳ lạ. Anh đã mua bảo hiểm cho rất nhiều các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn thực sự không hấp dẫn, được tạo ra từ các khoản cho vay được thực hiện trong năm 2005, nhưng chúng là các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của anh. Chúng không được giao dịch thường xuyên bởi những người khác; rất nhiều người đã cho rằng, các khoản vay được thực hiện trong năm 2005 bằng cách nào đó tốt hơn các khoản vay được thực hiện vào năm 2006. Đó là tuyên bố lớn nhất của họ: Các rổ cho vay mà anh đã đánh cược chống lại đều "khá sạch." Để chống lại tuyên bố này, anh đã đặt hàng một nghiên cứu tư nhân, và biết được rằng các rổ cho vay anh đã bán khống có khả năng bị phá sản cao gấp 2 lần và có khả năng bị thu hồi gấp 1/3 lần so với mặt bằng chung các giao dịch dưới chuẩn năm 2005. Các khoản vay được thực hiện trong năm 2006 thực sự tồi tệ hơn các khoản được thực hiện năm 2005, nhưng các khoản vay năm 2005 cũng rất tệ, và gần với ngày đặt lại lãi suất hơn. Anh đã chọn chính xác các chủ nhà để đánh cược chống lại.

Trong suốt năm 2006, và một vài tháng đầu năm 2007, Burry đã gửi danh sách các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của anh cho Goldman, Bank of America và Morgan Stanley với ý tưởng họ sẽ đưa nó cho những người mua tiềm năng, từ đó anh có thể có được ý niệm nào đó về giá thị trường. Sau cùng thì đó là chức năng chuẩn của các nhà buôn: những người trung gian. Những người tạo dựng thị trường. Tuy nhiên, đó lại không phải là chức năng mà họ thực hiện trong thực tế. "Có vẻ các nhà buôn không hề sử dụng danh sách của tôi và tự ra giá một cách cực kỳ cơ hội," Burry nói. Dữ liệu từ những nhà dịch vụ thế chấp tồi tệ hơn sau mỗi tháng – các khoản vay làm cơ sở cho các trái phiếu đang trở nên xấu đi nhanh hơn – nhưng giá bảo hiểm cho các khoản vay này, theo họ, đang giảm. "Logic đã không còn phù hợp với tôi," anh nói. "Tôi không thể giải thích những kết quả tôi đang thấy." Vào cuối mỗi ngày, có một khoản thanh toán nhỏ: Nếu thị trường dưới chuẩn giảm, họ sẽ chuyển tiền cho anh ấy; nếu thị trường được củng cố, anh sẽ phải chuyển tiền cho họ. Số phận của Scion Capital phụ thuộc vào các cuộc cá cược này, nhưng xét trong ngắn hạn, số phận đó không được quyết định bởi thị trường mở tự do. Nó được quyết định bởi Goldman Sachs, Bank of America và Morgan Stanley, những công ty quyết định mỗi ngày các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Mike Burry kiếm hay mất tiền.

Tuy nhiên, thực tế là danh mục đầu tư các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của anh không bình thường. Chúng được chọn bởi một người không bình thường, với tầm nhìn không bình thường về thị trường tài chính, hoạt động đơn lẻ và tách biệt. Chỉ mỗi thực tế này đã giúp các công ty Phố Wall có thể áp cho anh mức giá thị trường. Do không có bất kì ai mua hay bán chính xác những gì Mike Burry đang mua và bán, nên không có bằng chứng rõ ràng cho thấy những thứ này có giá trị như thế nào, Goldman Sachs và Morgan Stanley cho rằng chúng đáng giá nào thì

chúng đáng giá đó. Burry đã phát hiện ra một khuôn mẫu về cách họ quản lý thị trường: Tất cả các tin tốt về thị trường nhà đất, hay nền kinh tế, đều được coi như một cái cớ để yêu cầu thế chấp từ Scion Capital; còn tất cả các tin xấu đều bị bác bỏ như thể không liên quan đến các cuộc cá cược cụ thể mà anh đã thực hiện. Các công ty luôn khẳng định rằng họ không có vị thế riêng – rằng họ đang điều hành phù hợp với sách – nhưng hành vi của họ lại hoàn toàn khác. "Bất kể vị thế ròng của các ngân hàng là gì đi chăng nữa thì nó cũng là yếu tố quyết định mục tiêu," anh nói. "Tôi không nghĩ họ đang quan sát thị trường để tìm các mục tiêu của họ. Tôi nghĩ họ đang tìm kiếm nhu cầu của chính họ." Có nghĩa là, họ từ chối thừa nhận rằng cuộc cá cược của anh đang đền đáp xứng đáng là do họ chính là những người đứng ở phía bên kia cuộc cá cược. "Khi bạn trao đổi với các nhà buôn," anh viết vào tháng 3 năm 2006 cho luật sư của mình, Steve Druskin, "anh có được quan điểm từ cuốn sách của họ. Bất cứ điều gì họ đưa vào sách của họ đều là quan điểm của họ. Goldman tình cờ lưu giữ rất nhiều thông tin về loại rủi ro này. Họ sẽ nói như thể chẳng thấy gì trong các rổ thế chấp. Không cần phải hoảng loạn đến mức kích động…và điều này có hiệu quả. Miễn là họ có thể thu hút thêm được nhiều (tiền) vào trong thị trường, vấn đề sẽ được giải quyết. Đó đã là lịch sử của 3-4 năm qua."

Đến tháng 4 năm 2006, anh đã dừng việc mua bảo hiểm cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Trong một danh mục đầu tư 555 triệu đô-la, anh đặt 1,9 tỉ đô-la vào các cuộc đặt cược đặc thù – các cuộc đặt cược mà đáng ra phải đang đem lại kết quả nhưng lại không như vậy. Vào tháng 5, anh áp dụng một chiến thuật mới: hỏi các nhân viên giao dịch Phố Wall về việc liệu họ có sẵn sàng bán cho anh thêm các hợp đồng hoán đổi nợ xấu ở mức giá mà theo họ là xứng đáng hay không, mặc dù chúng không đáng. "Chưa một lần nào có đối tác sẵn lòng bán cho tôi danh sách theo mục đích của tôi," anh viết trong một e-mail. "80% đến 90% các cái tên có trong danh sách của tôi không có sẵn dù ở bất cứ mức giá nào." Một thị trường hoạt động tốt sẽ tích hợp được nhiều thông tin mới vào giá chứng khoán; thế nhưng thị trường nhiều nghìn tỉ đô-la về rủi ro thế chấp dưới chuẩn này không bao giờ chuyển động. "Một trong những châm ngôn lâu đời nhất trong đầu tư chính là nếu bạn đọc về nó ở trên báo, thì đã quá muộn rồi," anh nói. "Nhưng không phải lần này." Steve Druskin ngày càng dấn sâu vào thị trường – và không thể tin nổi cách nó được kiểm soát. "Điều đáng ngạc nhiên là họ đã tạo ra một thị trường bằng thứ tưởng tượng này," Druskin nói. "Nó không phải là tài sản thực." Mọi chuyện diễn ra cứ như thể Phố Wall đã quyết định cho phép tất cả mọi người đánh cược vào sự đúng giờ của các hãng hàng không thương mại. Khả năng chuyến bay United Flight 001 đến đúng giờ rõ ràng đã thay đổi – do thời tiết, do các vấn đề về máy móc, chất lượng phi hành gia, v.v… Nhưng xác suất thay đổi có thể bị lờ đi, cho đến khi chuyến bay hạ cánh đúng giờ hoặc bị lỡ. Khi các nhà cho vay thế chấp lớn như Ownit và ResCap thất bại, hay một vài rổ cho vay dưới

chuẩn hứng chịu tổn thất cao hơn dự tính thì cũng chẳng quan trọng. Mọi thứ chỉ quan trọng khi Goldman Sachs và Morgan Stanley cho là quan trọng.

Thị trường vốn đơn lẻ lớn nhất thế giới không phải là một thị trường; nó là một thứ gì đó – nhưng là thứ gì? "Tôi thực sự đã phản ánh đến các đối tác của tôi rằng chắc hẳn phải có sự gian lận trong thị trường khiến các hợp đồng hoán đổi nợ xấu luôn ở mức thấp," Burry viết trong một e-mail gửi đến một nhà đầu tư mà anh tin tưởng. "Nếu các CDS là một gian lận thì sao? Tôi luôn tự hỏi chính mình câu hỏi này, và không bao giờ tôi cảm thấy cần phải nghĩ theo hướng đó hơn bao giờ hết như lúc này. Không có chuyện chúng ta sẽ mất 5% trong năm nay chỉ trong các CDS thế chấp." Anh viết cho nữ nhân viên kinh doanh Goldman Sachs của anh, "Tôi nghĩ tôi đang bán khống nhà đất nhưng không phải vậy, phải chăng là bởi các CDS là một kiểu phạm tội?"

Vào giữa năm 2006, anh bắt đầu nghe tin về các nhà quản lý tiền tệ khác muốn thực hiện các cuộc đặt cược như anh đã làm. Một vài người đã gọi điện và đề nghị anh giúp đỡ. Nếu thị trường có lý lẽ, hẳn là nó đã nổ tung từ lâu rồi. "Một số quỹ lớn nhất hành tinh đã tham khảo ý kiến và sao chép chiến lược của tôi," anh viết trong một e-mail. "Vì thế không chỉ có Scion kiếm được tiền nếu điều này xảy ra. Tuy nhiên, nó không dành cho tất cả mọi người."

Anh bây giờ rõ ràng rất đau khổ. "Tim tôi thắt lại," anh viết cho vợ mình vào giữa tháng 9. Sự bất hạnh trong anh, đến từ những người khác, đặc biệt là những nhà đầu tư của anh. Khi anh thành lập quỹ vào năm 2000, anh chỉ phát hành báo cáo lợi nhuận hàng quý, và nói với các nhà đầu tư rằng anh định không nói với họ về bất cứ dự định nào của mình. Bây giờ họ đang yêu cầu các báo cáo hàng tháng và thậm chí là nửa tháng, và liên tục yêu cầu anh lý giải về thế mạnh của chủ nghĩa bi quan. "Tôi gần như đã nghĩ rằng ý tưởng càng hay, thì nhà đầu tư càng phản đối," anh nói. Anh không lo lắng về việc thị trường dành cho một chứng khoán nào đó bị chao đảo như thế nào bởi anh biết rằng cuối cùng, nó sẽ đâu vào đấy, bởi logic: Các doanh nghiệp hoặc là phát triển mạnh hoặc là thất bại. Các khoản vay hoặc là được trả hết hoặc là bị vỡ nợ. Nhưng những người đầu tư tiền cho anh không chịu giữ khoảng cách về mặt tâm lý với thị trường. Họ đang phản ứng trước cùng một nhân tố kích thích bên ngoài đó là toàn bộ thị trường thế chấp dưới chuẩn chao đảo, và cố ép anh phải xuôi theo sự điên rồ này. "Tôi cố hết sức để kiên nhẫn," anh viết cho một nhà đầu tư. "Nhưng tôi chỉ có thể kiên nhẫn như các nhà đầu tư của tôi." Với một nhà đầu tư khác, anh viết, "Định nghĩa về một nhà quản lý thông minh trong thế giới quỹ phòng hộ là một người có ý tưởng đúng đắn, và thấy các nhà đầu tư của anh ta rời bỏ anh ta ngay trước khi ý tưởng thu lời." Khi anh đang kiếm cho họ bộn tiền, họ ít đoái hoài đến anh; nhưng khi anh bắt đầu có dấu hiệu thua lỗ một chút, họ bám lấy anh, nghi ngờ và

dò xét.

Có một câu hỏi liên tục xuất hiện: Làm sao mà một nhà lựa chọn cổ phiếu lại có thể thua quá lớn trong một cuộc đặt cược vào thị trường trái phiếu đầy viển vông? Và anh liên tục trả lời: Anh đã cam kết sẽ thanh toán một khoản phí bảo hiểm hàng năm ước tính khoảng 8% danh mục đầu tư miễn là các khoản vay cơ sở còn tồn tại – có thể trong khoảng 5 năm mà cũng có thể lâu hơn đến 30 năm. 8% nhân với 5 năm sẽ là 40%. Nếu giá trị của các hợp đồng hoán đổi nợ xấu giảm một nửa, Scion sẽ phải chịu mức thua lỗ hạch toán theo giá thị trường là 20%.

Đáng báo động hơn, các hợp đồng hoán đổi nợ xấu bao gồm một điều khoản cho phép các công ty Phố Wall lớn hủy bỏ đặt cược với Scion nếu tài sản của Scion giảm xuống dưới một mức nhất định. Đột nhiên, đó là một nguy cơ thực sự có thể xảy ra. Hầu hết các nhà đầu tư của anh đã đồng ý điều khoản không rút vốn trong 2 năm nên không thể rút tiền ra theo ý muốn. Nhưng trong 555 triệu đô-la anh đang quản lý, có 302 triệu đô-la đủ điều kiện để có thể bị rút ra hoặc là vào cuối năm 2006 hoặc là giữa năm 2007, và nhà đầu tư đang xếp hàng để lấy tiền về. Vào tháng 10 năm 2006, giá nhà ở Mỹ đã trải qua đợt suy giảm lớn nhất trong 35 năm, và chỉ vài tuần trước khi chỉ số ABX của các trái phiếu thế chấp BBB trải qua "sự kiện tín dụng" (hay thua lỗ) đầu tiên, Michael Burry đã phải đối mặt với khả năng có một cuộc tháo chạy khỏi quỹ của mình – một quỹ mà nay được sử dụng hoàn toàn để đặt cược chống lại thị trường thế chấp dưới chuẩn. "Chúng tôi hoàn toàn thất vọng," một nhà phân tích mà Burry đã tuyển dụng nhưng không bao giờ biết phải làm gì, bởi anh luôn khăng khăng tự làm tất cả các phân tích. "Anh sẽ đi làm và nói, 'Tôi không muốn ở đây.' Giao dịch đang chống lại anh và các nhà đầu tư muốn rút vốn."

Một đêm, khi Burry đang phàn nàn với vợ mình về sự thiếu vắng hoàn toàn tầm nhìn dài hạn trong thị trường tài chính, anh đã nảy ra một ý tưởng: Thỏa thuận của anh với nhà đầu tư cho anh quyền giữ lại tiền của họ nếu anh đã đầu tư nó "vào chứng khoán mà không có thị trường đại chúng hay không được giao dịch một cách tự do." Nó để cho nhà quản lý quyết định liệu có một thị trường đại chúng cho một chứng khoán hay không. Nếu Michael Burry nghĩ là không có – ví dụ, nếu anh nghĩ rằng thị trường tạm thời không hoạt động hay bằng cách nào đó đang gian lận – anh được phép "cho vào túi phụ" một khoản đầu tư. Hay anh có thể nói với nhà đầu tư rằng họ không thể lấy lại tiền cho đến khi vụ đặt cược được thực hiện bằng số tiền đó hoạt động bình thường.

Vì vậy, anh đã làm những gì mà đối với anh có vẻ là điều hợp lý và phù hợp cần làm duy nhất: Anh cho vào túi phụ các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của mình. Danh sách dài các nhà đầu tư háo

hức muốn nhận lại được tiền từ anh – một danh sách gồm cả người hỗ trợ anh sáng lập quỹ, Gotham Capital – nhận được tin từ anh trong một bức thư cộc lốc: Anh không cho phép rút ra từ 50% đến 55% tổng số tiền đầu tư của mỗi người. Burry đính kèm trong thư một báo cáo hàng quý, việc làm mà anh hy vọng có thể khiến mọi người cảm thấy khá hơn một chút. Nhưng anh không có tài quan tâm đến những gì người khác nghĩ về mình: Gần như anh không biết cách làm điều đó. Những gì anh viết có vẻ không giống như một lời xin lỗi mà là một lời công kích. “Chưa bao giờ tôi lại lạc quan về danh mục đầu tư chỉ vì một lý do không liên quan gì đến cổ phiếu,” lá thư bắt đầu, và sau đó nó tiếp tục giải thích cách anh đã thành lập vị thế trong các thị trường mà có thể khiến bất cứ nhà quản lý tiền tệ nào khác phải ghen tị. Cách anh không đặt cược vào “sự kết thúc của thị trường nhà đất” (mặc dù anh ngờ điều đó sắp xảy ra) mà vào “khoảng 5% các khoản vay tồi tệ nhất được thực hiện trong năm 2005.” Cách mà các nhà đầu tư của anh nên cảm thấy may mắn. Anh viết như thể anh đang đứng trên cả thế giới, vào thời điểm mà người ta lại hy vọng anh cảm thấy như thể cả thế giới đang đứng trên anh. Một trong những nhà đầu tư lớn nhất ở New York đã gửi ngay cho anh một e-mail: “Trong tương lai, tôi sẽ cẩn thận khi sử dụng các cụm từ xúc phạm như ‘chúng tôi đang bán khống danh mục thế chấp mà bất cứ ai cũng muốn nếu họ biết họ đang làm gì’ và ‘sớm hay muộn gì thì một trong những cậu bé trưởng thành cũng nên thực sự đọc một bản cáo bạch.’” Một trong hai người bạn qua thư điện tử đầu tiên của anh viết, “Không ai viết một bức thư như thế khi họ đang mất 17%.”

Ngay lập tức, các đối tác của anh tại Gotham Capital đe dọa sẽ kiện anh. Họ nhanh chóng lôi kéo thêm được những người khác, tự tổ chức thành một lực lượng chiến đấu bằng luật pháp. Điểm phân biệt Gotham chính là các nhà lãnh đạo của họ đã bay từ New York đến San Jose và dọa ép Burry phải trả họ 100 triệu đô-la đã đầu tư cho anh. Trong tháng 1 năm 2006, nhà khởi tạo của Gotham, Joel Greenblatt, đã xuất hiện trên truyền hình để quảng bá cho một cuốn sách và khi được hỏi tên “nhà đầu tư giá trị” yêu thích của mình, anh đã ca ngợi những đức tính hiếm có của thiên tài Mike Burry. 10 tháng sau đó, anh đã cùng đối tác của mình, John Petry, vượt 3.000 dặm để nói với Mike Burry rằng anh là một kẻ nói dối và gây sức ép buộc anh phải từ bỏ cuộc cá cược mà Burry xem như là sự khôn ngoan nhất trong sự nghiệp của mình. “Nếu có lúc tôi có thể phải nhượng bộ, thì chính là thời điểm đó,” Burry nói. “Joel giống như người cha đỡ đầu cho tôi – một cộng sự trong công ty tôi, một người đã “phát hiện” ra tôi và ủng hộ tôi trước nhất ngoài gia đình tôi. Tôi tôn trọng ông và luôn ngưỡng mộ ông.” Giờ đây, khi Greenblatt nói với anh rằng không có thẩm phán ở bất cứ tòa án nào sẽ ủng hộ quyết định của anh trong việc cho vào túi phụ những gì rõ ràng chứng khoán có thể giao dịch, thì mọi cảm xúc Mike Burry đã dành cho ông ta đã biến mất. Khi Greenblatt đề nghị được xem danh sách các

trái phiếu thế chấp dưới chuẩn mà Burry đã đánh cược chống lại, anh đã từ chối. Theo Greenblatt, ông đã đưa cho gã này 100 triệu đô-la và gã không những từ chối trả lại nó mà còn từ chối nói chuyện với ông.

Nhưng Greenblatt có lý. Việc cho vào túi phụ một khoản đầu tư mà rõ ràng có thị trường dành cho nó là một việc làm trái với lẽ thường. Rõ ràng có một mức giá thấp nào đó mà tại đó Michael Burry có thể cứu anh ra khỏi cuộc đặt cược chống lại thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Với nhiều nhà đầu tư, việc đó giống như thể Burry đơn giản là không muốn chấp nhận sự phán xét của thị trường: Anh đã thực hiện một cuộc đặt cược tồi tệ và không muốn chấp nhận sự mất mát đó. Nhưng với Burry, phán xét của thị trường là giả mạo, và Joel Greenblatt không biết anh đang nói về cái gì. "Rõ ràng họ vẫn không hiểu các vị thế (hợp đồng hoán đổi nợ xấu)," anh nói.

Anh đã nhận thức sâu sắc được rằng rất nhiều người đầu tư tiền của họ cho anh giờ quay ra xem thường anh. Phát hiện này khiến anh (a) lui vào văn phòng và hét lên "Chết tiệt" to nhất có thể; (b) nảy sinh thái độ coi khinh các nhà đầu tư của chính mình; và (c) tiếp tục tìm cách giải thích hành động của anh cho họ, dù họ rõ ràng không muốn nghe anh. "Tôi muốn anh nói ít và nghe nhiều hơn," luật sư của anh, Steve Druskin, viết cho anh, vào cuối tháng 10 năm 2006. "Họ đang lên kế hoạch kiện tụng."

"Có chút thú vị," Kip Oberting, người đã sắp xếp để White Mountains trở thành nhà đầu tư ban đầu khác của Burry, trước khi rời sang các dự án mạo hiểm khác, nói. "Bởi anh ta đã giải thích chính xác việc anh ta đang làm. Và anh ta đã kiếm được cho mọi người một đống tiền. Bạn hẳn đã nghĩ mọi người sẽ gắn bó với anh ta." Họ không những không gắn bó với anh mà còn muốn bỏ chạy nhanh nhất có thể. Họ ghét anh. "Tôi chỉ không hiểu lý do tại sao mọi người không nhận thấy rằng tôi không có ý gì xấu cả," anh nói. Vào đêm muộn ngày 29 tháng 12, Michael Burry ngồi một mình trong văn phòng và viết vội e-mail cho vợ mình: "Anh thất vọng vô cùng; anh sẽ cố gắng về nhà, nhưng giờ anh chỉ muốn phát điên và cảm thấy quá chán nản."

Và vì thế trong tháng 1 năm 2007, chỉ trước khi Steve Eisman và Charlie Ledley vui vẻ đến Las Vegas, Michael Burry đã ngồi xuống để giải thích với những nhà đầu tư của anh bằng cách nào, trong một năm mà S&P đã tăng hơn 10%, anh lại thua lỗ 18,4%. Một nhà đầu tư ban đầu có thể được hưởng lợi 186% trong suốt 6 năm qua, so với 10,13% đối với chỉ số S&P 500, nhưng thành công trong dài hạn của Burry không còn liên quan nữa. Anh bây giờ đang bị đánh giá hàng tháng. "Năm vừa qua là một năm tôi làm việc kém hiệu quả so với tất cả các đồng nghiệp và bạn bè của mình khoảng 30-40 điểm phần trăm," anh viết. "Một nhà quản lý tiền tệ không

phải là người đi từ mốc gần như không được ai biết đến trở thành người được mọi người hoan nghênh rồi trở thành người bị phỉ báng mà không chịu ảnh hưởng nào.” Anh tiếp tục chứng minh rằng ảnh hưởng ở đây là để khiến anh càng chắc chắn rằng toàn bộ thế giới tài chính đã sai và anh đã đúng. “Tôi luôn tin rằng chỉ cần một nhà phân tích tài năng, làm việc chăm chỉ, là có thể theo dõi được một bức tranh đầu tư lớn đến đáng kinh ngạc, và niềm tin này vẫn nguyên vẹn trong tâm trí tôi.”

Sau đó anh quay trở lại, như anh vẫn thường làm, với một vấn đề không hề nhỏ liên quan đến các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của mình: Mọi thực tế quan trọng đều cho thấy chúng cuối cùng sẽ thành công. Chỉ trong hai tháng qua, ba nhà khởi tạo thế chấp lớn đã thất bại… Trung tâm Cho vay có trách nhiệm giờ đây đang dự đoán rằng, trong năm 2007, 2,2 triệu người đi vay sẽ mất nhà, và 1/5 các thế chấp dưới chuẩn phát hành trong năm 2005 và 2006 sẽ thất bại…

Sau hội nghị ở Las Vegas, thị trường đi xuống, sau đó phục hồi ngay lập tức cho đến cuối tháng 5. Đối với Charlie Ledley ở Cornwall Capital, hệ thống tài chính Mỹ dường như bị thối nát một cách có hệ thống bởi một âm mưu của các ngân hàng Phố Wall, các cơ quan xếp hạng, và các cơ quan chính phủ. Đối với Steve Eisman tại FrontPoint Partners, thị trường có vẻ ngu ngốc hoặc ảo tưởng: Một văn hóa tài chính đã trải qua quá nhiều hoảng loạn nhỏ rồi sau đó lại bùng nổ mạnh mẽ, đã coi các cuộc bán tháo chỉ đơn thuần là một cơ hội mua khác. Đối với Michael Burry, thị trường thế chấp dưới chuẩn trông ngày càng giống một vụ lừa đảo do các bàn giao dịch trái phiếu dưới chuẩn gây ra.

Nửa đầu năm 2007 là một khoảng thời gian rất kỳ lạ trong lịch sử tài chính. Những thực tế trong thị trường nhà ở ngày càng xa rời các mức giá trái phiếu và bảo hiểm các trái phiếu. Đối mặt với những thực tế khó chịu, các công ty lớn Phố Wall có vẻ đang chọn cách đơn giản là lờ chúng đi. Tuy nhiên, có những thay đổi nhỏ trong thị trường và chúng xuất hiện trong hộp thư điện tử của Burry. Vào ngày 19 tháng 3, nhân viên kinh doanh của anh ở Citigroup lần đầu tiên đã gửi cho anh bản phân tích nghiêm túc về một rổ các khoản thế chấp. Các khoản thế chấp này không phải là loại dưới chuẩn mà là loại Alt-A. Tuy nhiên, anh chàng này đang cố gắng giải thích xem rổ gồm bao nhiêu phần trăm các khoản vay chỉ trả lãi, bao nhiêu phần trăm chủ sở hữu ở, v.v… – cách làm của một người thực sự suy nghĩ về khả năng thanh toán của những người đi vay. “Khi tôi đang phân tích những điều này vào năm 2005,” Burry viết trong một e-mail, “Không có bất cứ thứ gì cùng kiểu loại phân tích này bắt nguồn từ các công ty chứng khoán. Tôi đã coi “những khoản thế chấp thứ hai câm lặng” là một chỉ báo cho việc một người mua bị lợi dụng và biến nó thành một tiêu chuẩn có giá trị cao trong quá trình chọn lọc của tôi, nhưng vào thời điểm đó, không ai giao dịch các phái sinh có bất cứ ý tưởng nào về những gì tôi

đang nói và không ai nghĩ chúng quan trọng.” Trong sự im lặng kéo dài từ tháng 2 đến tháng 6 năm 2007, chúng bắt đầu trở nên quan trọng. Thị trường đang lo lắng. Vào quý đầu năm 2007, Scion Capital tăng gần 18%.

Sau đó, có điều gì đó đã thay đổi – dù lúc đầu thật khó để nhận ra nó là gì. Vào ngày 14 tháng 6, cặp quỹ phòng hộ trái phiếu thế chấp dưới chuẩn thuộc sở hữu của Bear Stearns phá sản. Trong hai tuần tiếp theo, chỉ số giao dịch đại chúng của các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB giảm gần 20%. Ngay sau đó, đối với Burry, Goldman Sachs đang phải chịu sự suy sụp về thần kinh rất lớn. Các vị thế lớn nhất của anh là với Goldman, và Goldman gần như không thể, hay không sẵn lòng xác định giá trị của những vị thế này, và vì thế không thể nói chính xác lượng tài sản thế chấp cần được chuyển qua lại là bao nhiêu. Thứ Sáu, ngày 15 tháng 6, nữ nhân viên kinh doanh Goldman Sachs của Burry, Veronica Grinstein, đã biến mất. Anh gọi điện thoại và viết e-mail cho cô ta, nhưng cô ta không trả lời cho đến cuối ngày thứ Hai sau đó – cô nói với anh rằng cô đã “đi nghỉ.”

“Đó là đề tài thường xuyên bất cứ khi nào thị trường dao động theo cách của chúng tôi,” Burry viết. “Ai cũng bị ốm, ,ai cũng nghỉ không lý do.”

Vào ngày 20 tháng 6, Grinstein cuối cùng cũng quay trở lại để nói với anh rằng Goldman Sachs đã phải trải qua “sự thất bại hệ thống.”

Thật là buồn cười, Burry trả lời, bởi Morgan Stanley cũng nói thế. Còn nhân viên kinh doanh của anh tại Bank of America nói rằng họ bị “cúp điện.”

“Tôi đã coi những ‘vấn đề hệ thống’ này là cái cớ để trì hoãn thời gian nhằm sắp xếp lại mớ hỗn độn phía sau hậu trường,” anh nói. Nữ nhân viên kinh doanh Goldman đã nói một cách không mấy thuyết phục rằng, ngay cả khi chỉ số của các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn sụp đổ, thị trường bảo hiểm chúng vẫn không dao động. Nhưng cô ấy đã nói điều đó qua điện thoại di động chứ không dùng điện thoại cố định ở văn phòng vì sợ bị ghi âm.

Họ đang rút lui. Tất cả họ. Vào cuối mỗi tháng, trong gần 2 năm, Burry đã thấy các nhân viên giao dịch Phố Wall đánh dấu các vị thế của anh chống lại anh. Tức là vào cuối mỗi tháng, các cuộc cá cược của anh chống lại các trái phiếu dưới chuẩn lại bị giảm giá trị một cách bí ẩn. Cuối mỗi tháng cũng tình cờ là thời điểm các nhân viên giao dịch Phố Wall gửi các bản báo cáo lãi lỗ cho cấp trên của họ và nhà quản lý rủi ro. Vào ngày 29 tháng 6, Burry nhận được một thông báo từ nhân viên kinh doanh của Morgan Stanley, Art Ringness, rằng Morgan Stanley hiện muốn chắc chắn “các mục tiêu là hợp lý.” Ngày tiếp theo, Goldman cũng làm điều tương

tự. Đó là lần đầu tiên trong 2 năm Goldman Sachs không dịch chuyển giao dịch chống lại anh vào cuối tháng. "Đó là lần đầu tiên họ di chuyển chính xác các mục tiêu của chúng tôi," anh lưu ý, "bởi họ đang thực hiện giao dịch cho chính họ." Thị trường cuối cùng cũng chấp nhận các chẩn đoán cho cơn rối loạn của chính nó.

Thời điểm Goldman tham gia vào giao dịch của anh cũng là thời điểm thị trường đảo lộn. Mọi người cùng lúc dường như đều muốn nói chuyện với anh. Morgan Stanley, từ trước đến nay đều miễn cưỡng thừa nhận tin tức tiêu cực về thị trường dưới chuẩn, bây giờ lại gọi điện để nói rằng họ sẽ mua bất cứ gì anh có "ở mọi quy mô." Burry nghe được tin đồn – sẽ sớm được xác nhận – rằng một quỹ được điều hành bởi Goldman, mang tên Global Alpha, đã bị lỗ lớn trong thị trường dưới chuẩn và rằng chính Goldman đã nhanh chóng chuyển từ cược vào thị trường thế chấp dưới chuẩn sang cược chống lại nó.

Đây chính xác là thời điểm mà vào mùa hè năm 2005, anh đã nói với các nhà đầu tư của mình rằng họ chỉ cần chờ đợi nó đến. Các thế chấp không hấp dẫn trị giá khoảng 750 tỉ đô-la đang được đặt lại từ lãi suất thấp ban đầu sang lãi suất mới, cao hơn. Có một rổ thế chấp đơn lẻ, mà Burry đặt cược chống lại, đã minh họa cho một điểm chung: OOMLT 2005-3. OOMLT 2005-3 là viết tắt cho một rổ các khoản vay thế chấp dưới chuẩn được thực hiện bởi Option One – CEO của nó đã có một bài phát biểu ở Las Vegas mà Steve Eisman đã bước ra khỏi phòng, ngay sau khi giơ tay làm ký hiệu số 0. Hầu hết các khoản vay đã được thực hiện từ tháng 4 đến tháng 7 tháng 2005. Từ tháng 1 đến tháng 6 năm 2007, tin tức từ rổ này – các món nợ không trả đúng hạn, sự phá sản, các ngôi nhà bị tịch thu – vẫn khá nhất quán. Dựa trên các xếp hạng của những trái phiếu làm cơ sở cho nó thì nó bị lỗ lớn hơn nhiều so với dự kiến, nhưng các khoản lỗ vẫn không thay đổi nhiều từ tháng này sang tháng khác. Từ 25 tháng 2 đến 25 tháng 5 (dữ liệu chuyển tiền luôn xuất hiện vào ngày 25 hàng tháng), tổng cộng các khoản nợ không trả đúng hạn, nhà bị tịch thu và phá sản thuộc OOMLT 2005-3 tăng từ 15,6% lên 16,9%. Vào ngày 25 tháng 6, tổng số các khoản vay bị vỡ nợ tăng vọt lên 18,68%. Trong tháng 7, nó tăng vọt thêm lần nữa, lên 21,4%. Trong tháng 8, nó nhảy lên mức 25,44%, và cuối năm nó ở mức 37,7% – hơn 1/3 số người vay đã không thể thanh toán các khoản nợ của mình. Các khoản lỗ đủ để quét sạch không chỉ trái phiếu mà Michael Burry đã đặt cược chống lại mà còn rất nhiều các trái phiếu được xếp hạng cao hơn trong cùng một tòa tháp. Từ việc các công ty Phố Wall đã bắt đầu hoảng loạn trước ngày 25 tháng 6, Michael Burry biết rằng họ có thể đang xem xét các thông tin nội bộ về dữ liệu chuyển tiền. "Các nhà buôn thường sở hữu những nhà dịch vụ [thế chấp]," anh viết, "và có thể có được thông tin nội bộ về sự suy giảm trong các con số."

Một vài tháng trước khi OOMLT 2005-3 sụp đổ – cùng tất cả những rổ cho vay mua nhà mà anh

đã mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho chúng – Michael Burry đã chú ý đến vài lời nhận xét từ Ben Bernanke và Bộ trưởng Tài chính Mỹ, Henry Paulson. Họ nhắc đi nhắc lại rằng họ không nhìn thấy khả năng những khoản lỗ trong các thế chấp dưới chuẩn sẽ "lây lan" trong các thị trường tài chính. "Khi lần đầu tiên tôi bán khống các thế chấp này vào năm 2005," Burry viết trong một e-mail, "tôi đã biết rõ rằng những khoản này khó có khả năng được thanh toán hết trong vòng 2 năm vì một lý do rất đơn giản. Phần lớn các khoản thế chấp được khởi tạo từ vài năm qua có một tính năng hấp dẫn một cách đáng ngại mang tên 'giai đoạn lãi suất ban đầu thấp.' Những khoản thế chấp năm 2005 này bây giờ chỉ đang tiến gần đến cuối giai đoạn lãi suất thấp ban đầu của chúng, còn các khoản thế chấp năm 2006 sẽ đến đó vào năm 2008. Người nào có lý trí bình thường ở trên trái đất này mà lại tự tin kết luận vào đầu năm 2007, một cái chạm nhẹ giữa những kẻ tạo ra tất cả âm mưu mang tên lãi suất ban đầu thấp này, rằng các hạt bụi phóng xạ dưới chuẩn sẽ không tạo ra sự lây lan chứ? Hóa đơn thậm chí còn chưa đến hạn."

Trên khắp Phố Wall, các nhân viên giao dịch trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đã mua vào sai lầm và đang phải vật lộn để bán các vị thế của họ – hoặc mua bảo hiểm cho chúng. Các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Michael Burry đột nhiên trở thành "mốt." Tuy nhiên, anh vẫn bị sốc trước việc thị trường tiêu hóa các thông tin trọng yếu quá chậm chạp.

Đến cuối tháng 7, các mục tiêu của anh đang di chuyển nhanh theo hướng có lợi cho anh – còn anh đang đọc về sự thiên tài của những người như John Paulson, người đã đặt chân vào giao dịch này một năm sau anh. Dịch vụ Bloomberg News đã chạy một bài viết về một số người có vẻ thấy được thảm họa sắp tới. Chỉ có duy nhất một người trong đó làm nhân viên giao dịch trái phiếu trong một công ty lớn ở Phố Wall: một cựu nhân viên giao dịch trái phiếu được bảo đảm bằng tài sản ít người biết đến tại Deutsche Bank tên là Greg Lippmann. FrontPoint và Cornwall đều không xuất hiện trong mẩu tin, nhưng nhà đầu tư đáng chú ý nhất vắng mặt trong bài viết của Bloomberg News đang ngồi một mình trong văn phòng của anh, ở Cupertino, California. Michael Burry tóm tắt bài viết và gửi nó cho mọi người trong văn phòng với một lưu ý: "Lippmann về cơ bản đã đánh cắp ý tưởng của tôi và nhận danh tiếng về mình." Các nhà đầu tư của anh, những người mà anh đang giúp tăng gấp đôi hoặc hơn số tiền của họ, hầu như không nói gì. Không xin lỗi, không cảm ơn. "Không ai quay lại và nói, 'Vâng, anh đã đúng,'" anh nói. "Yên tĩnh. Rất yên tĩnh. Sự im lặng khiến tôi tức điên lên." Anh bị bỏ lại với hình thức liên lạc ưa thích của mình – những bức thư gửi đến các nhà đầu tư. Vào đầu tháng 7 năm 2007, khi thị trường sụp đổ, anh đã đặt ra một câu hỏi tuyệt vời. "Một khía cạnh đáng ngạc nhiên của tất cả những điều này," anh viết, "là có khá ít các báo cáo về những nhà đầu tư thực

sự bị tổn thương bởi những rắc rối của thị trường thế chấp dưới chuẩn… Tại sao chúng ta không nghe được tin gì về Long-Term Capital của thời kỳ này?”

9. Cái chết của sự thích thú

Howie Hubler lớn lên ở New Jersey và chơi bóng bầu dục tại Cao đẳng Bang Montclair. Anh nói to, khá cứng đầu và thường hay bắt nạt người khác. Một số người ưa Hubler, một số không, nhưng vào đầu năm 2004, mọi người nghĩ gì về anh không còn quan trọng nữa, bởi Howie Hubler đã kiếm tiền thông qua việc giao dịch trái phiếu cho Morgan Stanley trong gần 10 năm qua. Anh điều hành giao dịch trái phiếu bảo đảm bằng tài sản cho Morgan Stanley, việc đã đưa anh vào vị trí chịu trách nhiệm cho các cuộc đặt cược của công ty vào các thế chấp dưới chuẩn. Trước khi thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn bùng nổ, và thay đổi những gì được cho là một nhân viên giao dịch trái phiếu bảo đảm bằng tài sản, sự nghiệp của Hubler có phần giống như Greg Lippmann. Giống như tất cả những nhân viên giao dịch trái phiếu bảo đảm bằng tài sản khác, anh đã chơi một ván bài poker có tỷ lệ đặt cược thấp theo ý mình, bởi chưa từng có vấn đề nghiêm trọng xảy ra trong thị trường. Giá giảm, nhưng rồi luôn tăng trở lại. Bạn có thể thích hoặc thậm chí yêu các trái phiếu bảo đảm bằng tài sản, nhưng không có lý do gì để ghét chúng, bởi không có công cụ nào để đánh cược chống lại chúng.

Trong nội bộ Morgan Stanley, sự bùng nổ cho vay thế chấp dưới chuẩn tạo ra một thời điểm bất ngờ tốt đẹp. Công ty đi đầu trong việc áp dụng công nghệ tài chính dùng để đóng gói các khoản vay doanh nghiệp vào mảng cho vay tiêu dùng. Những bộ não tài chính của Morgan Stanley – các nhà phân tích của họ – đã có công trong việc giảng dạy cho các cơ quan xếp hạng, Moody's và S&P, cách đánh giá các CDO trên các rổ trái phiếu được bảo chứng bằng tài sản. Do đó, cũng không có gì là lạ nếu ai đó trong nội bộ Morgan Stanley tự đặt câu hỏi liệu anh có thể phát minh ra một hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho trái phiếu bảo đảm bằng tài sản hay không. Bàn giao dịch thế chấp dưới chuẩn của Howie Hubler đang tạo ra các trái phiếu với tỷ lệ mới và nhanh hơn. Để làm được vậy, nhóm của Hubler đã phải "lưu giữ" các khoản vay, có lúc trong hàng tháng trời. Từ lúc mua các khoản vay cho đến lúc bán các trái phiếu được tạo nên từ những khoản vay này, nhóm của anh phải chịu rủi ro rằng giá có thể giảm. "Chúng tôi tạo ra các hợp đồng hoán đổi nợ xấu chủ yếu là để bảo vệ các bàn giao dịch thế chấp được điều hành bởi Howie Hubler," một nhà khởi tạo nói. Nếu Morgan Stanley có thể tìm thấy ai đó bán cho nó bảo hiểm cho các khoản vay, Hubler có thể loại bỏ rủi ro thị trường liên quan đến việc lưu giữ các khoản vay mua nhà.

Theo như nhận thức ban đầu, vào năm 2003, hợp đồng hoán đổi nợ xấu thế chấp dưới chuẩn là một hợp đồng bảo hiểm không có tiêu chuẩn, chỉ xảy ra một lần, diễn ra giữa Morgan Stanley

và một vài ngân hàng hay công ty bảo hiểm khác, nằm ngoài tầm nhìn của một thị trường rộng lớn hơn. Không có người bình thường nào từng nghe nói về những hợp đồng hoán đổi nợ xấu này. Về lý thuyết, chúng rất phức tạp, không rõ ràng, thiếu tính thanh khoản, và do đó khiến cho bất cứ ai cũng khó định giá nó, ngoại trừ Morgan Stanley. Thị trường gọi chúng là "bespoke," Đến cuối năm 2004, Hubler ngày càng hoài nghi về một số trái phiếu thế chấp dưới chuẩn nhất định – và muốn tìm cách nào đó thông minh để đặt cược chống lại chúng. Ý tưởng tương tự cũng nảy ra trong đầu các chuyên gia của Morgan Stanley. Vào đầu năm 2003, một trong số họ đã đề xuất rằng họ không muốn làm chuyên gia nữa và lập một nhóm nhỏ mà anh ta là người quản lý – một thực tế mà các nhân viên giao dịch sẽ nhanh chóng lãng quên. "Một trong những nhà phân tích thực sự đã tạo ra tất cả những thứ này và họ [Hubler và các nhân viên giao dịch của anh] đã đánh cắp nó," một nữ nhân viên kinh doanh trái phiếu Morgan Stanley nói. Một trong những phụ tá thân thiết của Hubler, một nhân viên giao dịch tên là Mike Edman, đã trở thành tác giả chính thức của ý tưởng mới: một hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho cái được gọi là một rổ vô tận các khoản vay dưới chuẩn.

Một nguy cơ của việc đặt cược chống lại các khoản cho vay dưới chuẩn đó là, miễn là giá nhà đất tiếp tục tăng, người vay có thể đổi nợ, và trả hết các khoản nợ cũ của mình. Rổ các khoản vay mà bạn đã mua các bảo hiểm cho nó sẽ co lại, và số bảo hiểm của bạn cũng co lại theo. Hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Edman đã giải quyết được vấn đề này với một số dòng chữ in nhỏ trong các hợp đồng của mình, trong đó quy định rằng Morgan Stanley đang mua bảo hiểm cho dư nợ cho vay cuối cùng trong rổ. Morgan Stanley đang đặt cược không phải vào toàn bộ rổ các khoản vay mua nhà dưới chuẩn mà vào một vài khoản vay trong rổ ít có khả năng thanh toán nhất. Tuy nhiên, quy mô của vụ cá cược vẫn không đổi như thể không có khoản vay nào trong quỹ đã từng được thanh toán. Họ đã mua bảo hiểm lũ lụt mà chỉ cần một giọt nước tràn vào nhà, họ sẽ được thanh toán toàn bộ giá trị ngôi nhà.

Vì thế, hợp đồng hoán đổi nợ xấu bespoke mới của Morgan Stanley chắc chắn sẽ đem lại tiền vào một ngày nào đó. Để tối đa hóa số tiền nó có thể đem lại, các rổ cho vay thế chấp dưới chuẩn chỉ cần lỗ 4%, điều mà chúng gặp phải ngay cả trong những thời điểm tốt. Vấn đề duy nhất, theo các nhân viên giao dịch của Howie Hubler, chính là tìm được một khách hàng của Morgan Stanley đủ ngu ngốc để đứng ở bên kia cuộc đặt cược – hay, khiến khách hàng đó bán cho Morgan Stanley những thứ được xem là bảo hiểm nhà ở cho một ngôi nhà đã được chỉ định phải phá hủy. "Họ đã tìm thấy một khách hàng chấp nhận mua các tranche rác rưởi xếp hạng BBB này," một trong những đồng nghiệp cũ của họ nói; đây là cách nói hoa mỹ của câu: họ đã tìm được một mục tiêu. Một kẻ ngốc. Một khách hàng bị lợi dụng. "Đó là cách nó bắt đầu – nó

chi phối giao dịch đầu tiên của Howie."

Vào đầu năm 2005, Howie Hubler đã tìm được đủ số kẻ ngốc trên thị trường để mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu bespoke trị giá 2 triệu đô-la này. Theo những kẻ ngốc này thì các hợp đồng hoán đổi nợ xấu mà Howie Hubler đang tìm mua chắc giống tiền miễn phí: Morgan Stanley sẽ trả họ 2,5% một năm lãi suất phi rủi ro để sở hữu các trái phiếu bảo đảm bằng tài sản (xếp hạng BBB) điểm đầu tư. Ý tưởng này đặt biệt hấp dẫn các nhà đầu tư tổ chức người Đức, những người hoặc không thể đọc những dòng chữ nhỏ hoặc đánh giá dựa trên mệnh giá.

Vào mùa xuân năm 2005, Howie Hubler và các nhân viên giao dịch của anh tin rằng các chính sách bảo hiểm nham hiểm mà họ đã tạo ra này chắc chắn sẽ đem tiền về. Họ muốn thêm chúng. Tuy nhiên, giờ đây, Michael Burry đã bắt đầu vận động mua các hợp đồng hoán đổi nợ xấu được tiêu chuẩn hóa. Greg Lippmann ở Deutsche Bank, hai nhân viên giao dịch tại Goldman Sachs, và một vài người khác đã hợp tác cùng với nhau để đưa ra chi tiết của hợp đồng. Mike Edman ở Morgan Stanley đang tìm cách phá đám cuộc thảo luận của họ, bởi khi các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đã được giao dịch công khai và tiêu chuẩn hóa, nhóm của Howie Hubler sẽ mất khả năng rao bán những phiên bản tồi tệ hơn, riêng tư hơn của họ.

Vào tháng 4 năm 2006, cỗ máy trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đang kêu ầm ầm. Howie Hubler là một ngôi sao kinh doanh trái phiếu của Morgan Stanley, và nhóm của anh gồm 8 nhân viên giao dịch đang tạo ra, theo ước tính của họ, khoảng 20% lợi nhuận của Morgan Stanley. Lợi nhuận của họ đã tăng từ khoảng 400 triệu đô-la năm 2004 lên 700 triệu đô-la năm 2005, và tiếp tục tăng lên 1 tỉ đô-la vào năm 2006. Hubler sẽ được trả 25 triệu đô-la vào cuối mỗi năm, nhưng anh không còn muốn làm một nhân viên giao dịch trái phiếu thông thường nữa. Các nhân viên giao dịch giỏi nhất và sáng giá nhất Phố Wall đang rời bỏ các công ty lớn để làm việc cho các quỹ phòng hộ, nơi họ có thể tạo ra không phải hàng chục mà là hàng trăm triệu đô-la. Nhặt nhạnh từng đồng từ các giao dịch của những nhà đầu tư thiếu suy nghĩ không phải là hành động của một nhân viên giao dịch trái phiếu Phố Wall thành công đầy tự trọng. "Howie nghĩ ngành kinh doanh khách hàng thật ngu ngốc," một nhân viên giao dịch thân thiết với Hubler chia sẻ. "Đó là những việc anh ấy luôn làm, nhưng anh ấy không còn hứng thú với nó nữa." Hubler có thể kiếm được hàng trăm triệu đô-la bằng cách lợi dụng sự ngờ nghệch của những khách hàng của Morgan Stanley. Anh có thể kiếm được hàng tỉ đô-la bằng cách sử dụng vốn của công ty để đặt cược chống lại họ.

Về phần mình, ban quản lý Morgan Stanley luôn sợ rằng Hubler và nhóm nhỏ các nhân viên

giao dịch của anh sẽ bỏ việc và thành lập quỹ phòng hộ riêng. Để giữ những người này, họ đã đề nghị với Hubler một thỏa thuận đặc biệt: một nhóm giao dịch độc quyền của riêng anh, với cái tên rất kêu: GPCG hay Global Proprietary Credit Group (Nhóm Tín dụng Độc quyền Toàn cầu). Ở cương vị mới, Hubler sẽ giữ một phần lợi nhuận do nhóm mang lại. Một thành viên của nhóm cho rằng, "ý tưởng là để chúng tôi đi từ việc tạo ra 1 tỉ đô-la một năm thành 2 tỉ đô-la một năm, ngay lập tức." Ý tưởng đó cũng là để Hubler và nhóm nhỏ các nhân viên giao dịch của anh giữ lại cho chính họ một phần lớn trong khoản lợi nhuận mà nhóm tạo ra. Morgan Stanley hứa, ngay khi khả thi, Hubler sẽ được phép tách ra thành một doanh nghiệp quản lý tiền tệ riêng biệt, trong đó anh sẽ được sở hữu 50% cổ phần. Ngoài ra, doanh nghiệp này sẽ quản lý các CDO được bảo đảm bằng dưới chuẩn. Ví dụ, họ sẽ cạnh tranh với Harding Advisory của Wing Chau.

Những người được cho là giỏi nhất và sáng giá nhất trên sàn giao dịch trái phiếu của Morgan Stanley được vận động tham gia cùng anh. "Đây được cho là tinh hoa của tinh hoa," một trong những nhân viên giao dịch chia sẻ. "Howie mời tất cả những người thông minh nhất tham gia cùng với anh ta." Số ít người được chọn chuyển sang một tầng riêng biệt trong tòa nhà văn phòng ở Manhattan của Morgan Stanley, cách khu vực làm việc cũ 8 tầng. Ở đó, họ dựng lên những bức tường mới quanh mình, để ít nhất tạo ra ảo tưởng rằng Morgan Stanley không có xung đột về lợi ích. Các nhân viên giao dịch ở dưới tầng 2 sẽ mua và bán từ các khách hàng và không truyền bất cứ thông tin nào về các giao dịch của họ cho Hubler và nhóm của anh trên tầng 10. Tony Tufariello, người đứng đầu bộ phận giao dịch trái phiếu toàn cầu của Morgan Stanley và vì thế về lý thuyết là ông chủ của Howie Hubler, đã mâu thuẫn đến mức anh tự xây một văn phòng cho chính mình bên trong nhóm của Howie, và đi lại giữa tầng 2 và tầng 10. Howie Hubler không chỉ muốn có người mà còn rất muốn mang theo mình các vị thế giao dịch của nhóm anh. Chi tiết của chúng phức tạp đến mức một trong những nhân viên giao dịch trái phiếu thế chấp dưới chuẩn của Morgan Stanley đã nói, "Tôi không nghĩ bất cứ ai ở trên Howie có thể hiểu hoàn toàn các giao dịch anh đã thực hiện." Nhưng ý chính của chúng rất đơn giản: Hubler và nhóm của anh đã đặt cược lớn rằng các khoản vay dưới chuẩn sẽ trở nên xấu đi. Viên đá quý bên trong những vị thế giao dịch tinh vi của họ vẫn là 2 tỉ đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu bespoke mà Hubler cảm thấy chắc chắn rằng một ngày nào đó sẽ nhanh chóng mang lại 2 tỉ đô-la lợi nhuận thuần. Các rổ cho vay thế chấp sắp phải trải qua những khoản lỗ đầu tiên, và vào đúng thời điểm đó, Hubler sẽ được thanh toán đủ.

Tuy nhiên, có một vấn đề nhỏ: Những khoản phí bảo hiểm trong các hợp đồng bảo hiểm này đã ăn vào lợi nhuận ngắn hạn của nhóm Howie. "Nhóm được cho là sẽ kiếm được 2 tỉ đô-la một

năm," một thành viên nói. "Nhưng vị thế hợp đồng hoán đổi nợ xấu mà chúng tôi có này khiến chúng tôi mất 200 triệu đô-la." Để trả khoản phí này, Hubler quyết định bán một số hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các CDO dưới chuẩn xếp hạng AAA, và thu về một phần phí bảo hiểm cho riêng mình. Vấn đề là các CDO xếp hạng AAA được cho là có ít rủi ro hơn nhiều nên phí bảo hiểm cho chúng chỉ bằng 1/10 phí bảo hiểm cho các CDO xếp hạng BBB, tức là để thu về một khoản tiền tương đương với những gì anh phải trả, anh cần phải bán số hợp đồng hoán đổi nợ xấu nhiều gấp 10 lần số mà anh đang sở hữu. Anh và các nhân viên giao dịch của mình đã làm việc này rất nhanh chóng, và rõ ràng không thảo luận nhiều, trong khoảng nửa tá các giao dịch lớn, với Goldman Sachs, Deutsche Bank và một vài công ty khác.

Đến cuối tháng 1 năm 2007, khi toàn bộ ngành công nghiệp trái phiếu thế chấp dưới chuẩn hướng đến Las Vegas để tôn vinh chính bản thân nó, Howie Hubler đã bán 16 tỉ đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche CDO xếp hạng AAA. Chưa bao giờ ảo tưởng của một nhân viên giao dịch trái phiếu ưu tú ở Phố Wall, hay nói rộng ra, là toàn bộ thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, lại có một biểu hiện rõ ràng đến thế: Giữa tháng 9 năm 2006 và tháng 1 năm 2007, nhân viên giao dịch trái phiếu có vị trí cao nhất ở Morgan Stanley đã mua 16 tỉ đô-la các CDO xếp hạng AAA, được cấu tạo hoàn toàn từ các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xếp hạng BBB, những thứ đã trở nên vô giá trị khi các rổ cho vay dưới chuẩn cơ sở phải chịu thua lỗ khoảng 8%. Trong thực tế, Howie Hubler đang đánh cược rằng một số khoản vay dưới chuẩn xếp hạng BBB sẽ trở nên xấu đi, nhưng không phải tất cả trong số đó. Anh đủ thông minh để hoài nghi về thị trường của mình nhưng không đủ thông minh để nhận ra anh cần phải hoài nghi đến độ nào.

Trong nội bộ Morgan Stanley, rõ ràng chẳng có mấy ai thắc mắc rằng liệu những người chấp nhận rủi ro ưu tú của công ty có được phép mua 16 tỉ đô-la các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn hay không. Tất nhiên, nhóm giao dịch độc quyền của Howie Hubler bắt buộc phải cung cấp thông tin về các giao dịch của nó cho cả ban quản lý cấp cao và ban quản lý rủi ro, nhưng thông tin mà các nhân viên giao dịch này cung cấp đã ngụy tạo đi bản chất rủi ro của họ. 16 tỉ đô-la rủi ro dưới chuẩn mà Hubler đã thực hiện đều được đánh dấu "AAA" trong các bản báo cáo rủi ro của Morgan Stanley. Chúng xuất hiện trở lại trong một phép tính được biết đến với tên gọi VaR. Là một công cụ được các ban quản lý trên Phố Wall sử dụng nhiều nhất nhằm giải thích những gì các nhân viên giao dịch của họ vừa thực hiện, VaR chỉ đo lường mức độ dao động của một cổ phiếu hay trái phiếu nhất định trong quá khứ, trong đó những dao động mới xảy ra được nhấn mạnh nhiều hơn so với những dao động đã xảy ra từ lâu. Chưa từng dao động nhiều về giá trị, các CDO được bảo đảm bằng dưới chuẩn xếp hạng AAA được coi là hầu như không có

rủi ro trong các báo cáo nội bộ của Morgan Stanley. Vào tháng 3 năm 2007, các nhân viên giao dịch của Hubler chuẩn bị một bài thuyết trình cho các sếp của Hubler trình bày trước hội đồng quản trị của Morgan Stanley nhằm ca tụng "vị thế phân lớp tuyệt vời" của họ trong thị trường thế chấp dưới chuẩn. Không ai đặt ra câu hỏi rõ ràng rằng: Chuyện gì sẽ xảy ra với vị thế cấu trúc phân lớp tuyệt vời nếu những người vay thế chấp dưới chuẩn bắt đầu vỡ nợ với số lượng lớn hơn nhiều so với con số được kỳ vọng?

Howie Hubler đang gánh trên vai một rủi ro lớn. Các tranche CDO mà anh đã đặt cược lớn vào gần như không khác gì các tranche CDO mà Cornwall Capital đã đặt cược chống lại, được tạo nên từ các trái phiếu dưới chuẩn gần như y hệt các trái phiếu dưới chuẩn mà FrontPoint Partners và Scion Capital đã đánh cược chống lại. Trong hơn 20 năm, tính phức tạp của thị trường trái phiếu đã giúp nhân viên giao dịch trái phiếu Phố Wall này đánh lừa khách hàng Phố Wall. Bây giờ nó đang khiến anh ta tự lừa dối chính mình.

Vấn đề đặt ra là mức độ liên quan chặt chẽ với nhau giữa giá thành của các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn khác nhau trong một CDO. Câu trả lời nằm trong khoảng từ 0% (giá thành của chúng không liên quan gì đến nhau) cho tới 100% (giá thành của chúng di chuyển theo nhau). Moody's và Standard & Poor's cho rằng các rổ trái phiếu xếp hạng BBB có mức tương quan khoảng 30%, nhưng ý nghĩa của nó lại hoàn toàn không liên quan đến con số 30. Ví dụ, nếu một trái phiếu trở nên xấu đi, không có nghĩa là xác suất những trái phiếu khác cũng trở nên xấu đi là 30%. Nó có nghĩa là nếu một trái phiếu trở nên xấu đi, các trái phiếu khác sẽ hầu như không suy giảm.

Việc người ta giả vờ rằng các khoản vay về cơ bản là không hề giống nhau này phải chịu vỡ nợ hàng loạt trong thời điểm giá nhà đất ngừng tăng, đã biện minh cho các quyết định của Moody's và S&P trong việc xếp hạng AAA cho khoảng 80% tất cả các CDO. Nó cũng hợp lý hóa quyết định của Howie Hubler khi mua 16 tỉ đô-la giá trị các CDO. Cũng như bất kỳ công ty Phố Wall nào khác, Morgan Stanley đã nỗ lực thuyết phục các cơ quan xếp hạng coi các khoản vay tiêu dùng như các khoản vay doanh nghiệp – tức là như là các tài sản mà rủi ro của chúng có thể được giảm đáng kể nếu được đính kèm với nhau. Những người đi thuyết phục coi nó như việc bán hàng: Họ biết, giữa các khoản vay doanh nghiệp và các khoản vay tiêu dùng có một điểm khác biệt mà các cơ quan xếp hạng không xử lý được, đó là có rất ít dữ liệu để nghiên cứu về thị trường trái phiếu thế chấp dưới chuẩn, và cũng không có bất cứ tiền lệ nào về sự sụp đổ của thị trường bất động sản toàn quốc. Những nhân viên giao dịch trái phiếu ưu tú của Morgan Stanley không quá lo lắng về điều này. Howie Hubler tin tưởng các xếp hạng.

Các nhân viên giao dịch trái phiếu Phố Wall được Howie Hubler gọi đến rời đi với ấn tượng rằng anh đã coi các cuộc đánh cược này hoàn toàn không có rủi ro. Anh đã gây được một chút hứng thú nhưng chẳng thu được gì. Đương nhiên, anh không đơn độc với niềm tin này. Hubler và một nhân viên giao dịch ở Merrill Lynch đã tranh luận qua lại về việc Morgan Stanley có thể mua 2 tỉ đô-la các CDO xếp hạng AAA từ Merrill Lynch. Hubler muốn Merrill Lynch trả cho anh 28 điểm cơ bản (0,28%) trên mức lãi suất phi rủi ro, trong khi Merrill Lynch chỉ muốn trả 24. Trong một giao dịch 2 tỉ đô-la – một giao dịch mà cuối cùng chỉ là chuyển khoản lỗ 2 tỉ đô-la từ Merrill Lynch sang Morgan Stanley – hai nhân giao dịch này đang tranh cãi về khoản thanh toán lãi 800.000 đô-la/năm. Nếu quá mức đó, thỏa thuận sẽ tan vỡ. Hubler cũng có cuộc tranh cãi tương tự với Deutsche Bank nhưng hơi khác một chút. Trong nội bộ Deutsche Bank, Greg Lippmann hiện đang la ó rằng các CDO xếp hạng AAA này có thể có giá trị bằng 0 vào một ngày nào đó. Cỗ máy CDO của Deutsche Bank đã trả cho Hubler 28 điểm cơ bản mà anh mơ ước và, trong tháng 12 năm 2006 và tháng 1 năm 2007, đã cắt đi 2 giao dịch, mỗi giao dịch trị giá 2 tỉ đô-la. "Suốt thời gian chúng tôi thực hiện các giao dịch này, chúng tôi đều có thái độ như, 'Chúng ta đều biết không có rủi ro gì trong những thứ này,'"nhà điều hành CDO của Deutsche Bank đã giao dịch với Hubler chia sẻ.

Trong thời kỳ ảm đạm từ đầu tháng 2 đến tháng 6 năm 2007, thị trường thế chấp dưới chuẩn giống như một quả bóng bay khổng lồ, nối với trái đất bằng hàng tá các công ty lớn Phố Wall. Mỗi công ty đều nắm lấy chiếc dây thừng của nó; từng công ty một, họ nhận ra rằng cho dù họ kéo khỏe đến đâu, quả bóng bay rồi cũng vẫn sẽ nâng họ lên khỏi mặt đất. Trong tháng 6, lần lượt từng công ty im lặng buông tay. Với quyết định của CEO Jamie Dimon, J.P. Morgan đã từ bỏ thị trường vào cuối mùa thu năm 2006. Nhờ có Lippmann, Deutsche Bank đã luôn trụ được một cách mong manh. Tiếp theo là Goldman Sachs, công ty không chỉ đơn thuần là thả đi, mà còn lật lại và đặt cược lớn chống lại thị trường dưới chuẩn – một động thái tiếp tục làm đẩy nhanh tốc độ đi lên chết người của quả bóng. Khi các quỹ phòng hộ dưới chuẩn của nó tan vỡ vào tháng 6, Bear Stearns đã bị buộc phải cắt dây của mình – và quả bóng càng bay cao hơn so với mặt đất.

Trước đó không lâu, vào tháng 4 năm 2007, Howie Hubler, có lẽ đang có chút sự nghi ngại về quy mô canh bạc của mình, đã ký hợp đồng với một gã đang điều hành các quỹ phòng hộ thất bại Bear Stearns, Ralph Cioffi. Vào ngày 2 tháng 4, nhà cho vay thế chấp dưới chuẩn lớn nhất quốc gia, New Century, đã bị vỡ nợ và nộp đơn xin phá sản. Morgan Stanley sẽ bán cho Cioffi 6 tỉ đô-la trong 16 tỉ đô-la các CDO xếp hạng AAA. Giá giảm xuống một chút – Cioffi yêu cầu một mức lãi suất 40 điểm cơ bản (0,4%) trên mức lãi suất phi rủi ro. Hubler đã hội ý với chủ tịch

của Morgan Stanley, Zoe Cruz; họ đã cùng quyết định rằng họ thà giữ rủi ro dưới chuẩn còn hơn nhận lấy một khoản lỗ lên tới vài chục triệu đô-la. Đó là một quyết định đã khiến Morgan Stanley mất gần 6 tỉ đô-la, nhưng CEO của Morgan Stanley, John Mack, không bao giờ tham gia vào. “Mack không bao giờ đến và nói chuyện với Howie,” một trong những cộng sự thân cận nhất của Hubler nói. “Trong suốt thời gian đó, Howie chưa từng nói chuyện riêng với Mack.”

Tuy nhiên, vào tháng 5 năm 2007, đã có một cuộc tranh cãi ngày càng gay gắt giữa Howie Hubler và Morgan Stanley liên quan đến việc Morgan Stanley đã không giữ lời hứa cho phép nhóm giao dịch độc quyền của Hubler tách ra trở thành một công ty quản lý tiền tệ riêng mà anh sở hữu 50% cổ phần trong đó. Giận dữ vì Morgan Stanley nuốt lời, Howie Hubler dọa nghỉ việc. Để giữ anh lại, Morgan Stanley hứa sẽ trả cho anh và các nhân viên giao dịch của anh một khoản tiền còn lớn hơn lợi nhuận của GPCG. Năm 2006, Hubler đã được trả 25 triệu đô-la; năm 2007, đương nhiên, anh còn kiếm được nhiều hơn thế.

Một tháng sau khi Hubler và các nhân viên giao dịch của anh cải thiện các điều khoản giao dịch giữa họ và sếp, Morgan Stanley cuối cùng đã đặt ra một câu hỏi khó chịu: Điều gì sẽ xảy ra với vụ đánh cược khổng lồ vào thị trường thế chấp dưới chuẩn nếu lượng người Mỹ ở tầng lớp hạ lưu vỡ nợ lớn hơn rất nhiều so với con số kỳ vọng? Ví dụ, vụ cá cược sẽ có kết quả ra sao nếu sử dụng các giả định về thiệt hại được tạo ra bởi nhà phân tích bi quan nhất Phố Wall? Tính đến thời điểm đó, cuộc đặt cược của Hubler đã được “kiểm tra sức chịu đựng” cho các tình huống mà trong đó các rổ dưới chuẩn chịu thua lỗ 6%, mức độ thua lỗ cao nhất trong thời kỳ gần đây. Bây giờ các nhân viên giao dịch của Hubler buộc phải tưởng tượng ra kết quả cuộc đặt cược của họ nếu thua lỗ đạt đến mức 10%. Yêu cầu đến trực tiếp từ giám đốc quản trị rủi ro của Morgan Stanley, Tom Daula; Hubler và các nhân viên giao dịch của anh ta đã rất tức giận và khó chịu. Một trong số họ nói. “Thật đáng ngại. Nó mang lại cảm giác như, ‘Những gã này không biết họ đang nói về cái gì. Nếu thua lỗ lên đến 10% thì sẽ có 1 triệu người vô gia cư.’” (Thua lỗ trong các rổ mà nhóm Hubler đã đặt cược vào cuối cùng đã đạt đến mức 40%.) Một chuyên viên cao cấp của Morgan Stanley ngoài nhóm Hubler nói, “Họ không muốn cho anh xem kết quả. Họ liên tục nói, ‘Tình trạng thế giới đó không bao giờ có thể xảy ra.’”

Các nhân viên giao dịch của Hubler mất 10 ngày để đưa ra kết quả mà họ thực sự không muốn cho bất cứ ai xem: Khoản lỗ 10% đã biến cuộc đặt cược phức tạp của họ vào thế chấp dưới chuẩn từ một khoản lãi dự tính 1 tỉ đô-la thành một khoản lỗ dự tính 2,7 tỉ đô-la. Như chia sẻ của một chuyên viên cao cấp Morgan Stanley, “các nhân viên quản trị rủi ro quay về từ bài kiểm tra sức chịu đựng đó trông rất khó chịu.” Hubler và các nhân viên giao dịch của anh đã cố làm anh ta bình tĩnh lại. Họ nói, hãy thư giãn, những kiểu lỗ này sẽ không bao giờ xảy ra.

Tuy nhiên, bộ phận quản trị rủi ro không thể thư giãn. Đối với họ, có vẻ Hubler và các nhân viên giao dịch của anh đã không hiểu hết canh bạc của chính họ. Hubler liên tục nói anh đang đánh cược chống lại thị trường trái phiếu dưới chuẩn. Nhưng nếu như vậy, tại sao anh lại đánh mất hàng tỉ đô-la nếu nó sụp đổ? Với tư cách một nhà quản lý rủi ro cao cấp, Morgan Stanley nói, "Việc đặt cược vào màu đen hoặc màu đỏ và biết rằng bạn đang đặt cược vào màu đen hoặc màu đỏ khác hoàn toàn so với việc đặt cược vào một dạng màu đỏ mà không biết."

Vào đầu tháng 7, Morgan Stanley đã nhận được cuộc gọi cảnh báo đầu tiên từ Greg Lippmann và các sếp của anh tại Deutsche Bank, người đã nói với Howie Hubler và các sếp của anh trong một cuộc gọi hội nghị rằng 4 tỉ đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu mà Hubler đã bán cho các bàn giao dịch CDO của Deutsche Bank 6 tháng trước đó đã xuôi theo hướng có lợi cho Deutsche Bank. Liệu Morgan Stanley có thể chuyển thẳng 1,2 tỷ đô-la cho Deutsche Bank vào cuối ngày không? Hay, như Lippmann nói – theo ai đó đã nghe được cuộc trao đổi – Này anh bạn, anh nợ chúng tôi 1,2 tỉ đô-la.

Đối với Greg Lippmann, các CDO dưới chuẩn xếp hạng AAA, trong đó có hàng trăm tỉ đô-la giá trị bị chôn vùi trong nhiều công ty Phố Wall khác nhau, và được cho là không rủi ro, bây giờ chỉ đáng giá 70 xu trên mỗi đô-la. Howie Hubler có phản ứng tương tự. Anh nói 70 xu là có ý gì?Mô hình của chúng tôi cho thấy chúng đáng giá 95 xu, một trong những người của Morgan Stanley nói.

Mô hình của chúng tôi cho thấy chúng chỉ đáng giá 70 xu, một trong những người ở Deutsche Bank đáp lại.

Ồ, mô hình của chúng tôi cho thấy chúng đáng giá 95 xu, một người của Morgan Stanley nhắc lại, và sau đó tiếp tục nói thêm rằng mối tương quan giữa hàng ngàn trái phiếu xếp hạng BBB trong các CDO của anh rất thấp, vì thế việc một vài trái phiếu đang trở nên xấu đi không có nghĩa tất cả chúng đều vô giá trị.

Greg Lippmann chỉ nói rằng, Này thằng kia, vứt cái mô hình chết tiệt của mày vào sọt rác. Tao sẽ tạo cho mày một thị trường. Chúng rơi vào khoảng từ 70 xu đến 77 xu. Mày có 3 lựa chọn. Mày có thể bán chúng lại cho tao với giá 70 xu. Mày có thể mua thêm với giá 77 xu. Hoặc mày trả cho tao 1,2 tỉ đô-la.

Morgan Stanley không muốn mua thêm bất kì trái phiếu thế chấp dưới chuẩn nào nữa. Howie Hubler không muốn mua thêm bất kì trái phiếu được bảo đảm bằng dưới chuẩn nào nữa: Anh đã buông sợi dây đã buộc anh vào quả bóng đang bay. Tuy nhiên, anh không muốn nhận thua

lỗ, và nhấn mạnh rằng, dù không sẵn lòng mua thêm ở mức giá 77 xu, nhưng các CDO xếp hạng AAA của anh vẫn đáng giá 95 xu/đô-la. Anh chỉ đơn giản là đưa vấn đề này ra trước các sếp của mình để họ hội ý với những người đồng cấp tại Deutsche Bank, và cuối cùng đồng ý chuyển hơn 600 triệu đô-la. Đối với Deutsche Bank, phương án thay thế là trình vấn đề này lên một ban gồm 3 ngân hàng Phố Wall, được lựa chọn ngẫu nhiên, để quyết định xem những CDO AAA này thực sự đáng giá bao nhiêu.

Trong bất kỳ trường hợp nào, Deutsche Bank đều không quá coi trọng tài sản thế chấp. “Khi Greg thực hiện cuộc gọi đó,” một chuyên viên cao cấp ở Deutsche Bank nói, “nó giống như điều cuối cùng trong danh sách những điều chúng ta cần làm để tiếp tục duy trì hoạt động kinh doanh. Vốn của Morgan Stanley là 70 tỉ đô-la. Chúng tôi biết tiền ở đó.” Thậm chí có một số tranh cãi trong nội bộ Deutsche Bank về việc liệu mức giá mà Lippmann đưa ra có chính xác không. “Đó là một con số lớn,” một người tham gia vào các cuộc thảo luận này nói, “đến mức mà rất nhiều người đã nói rằng nó không thể nào đúng được. Morgan Stanley không thể nợ chúng ta đến 1,2 tỉ đô-la.”

Tuy nhiên, đúng là như vậy. Đó chỉ là khởi đầu của một cú trượt sẽ kết thúc chỉ vài tháng sau đó, trong một cuộc gọi hội nghị giữa CEO của Morgan Stanley và các nhà phân tích Phố Wall. Các khoản vỡ nợ tăng lên, các trái phiếu đồng loạt sụp đổ kéo theo các CDO bao gồm các trái phiếu đó. Trong thời kỳ suy giảm, Deutsche Bank đã vài lần đưa ra cho Morgan Stanley cơ hội thoát ra khỏi giao dịch. Lần đầu tiên Greg Lippmann gọi, Howie Hubler đáng ra có thể đã thoát ra được khỏi giao dịch 4 tỉ đô-la với Deutsche Bank ở mức thua lỗ 1,2 tỉ đô-la; lần tiếp theo Lippmann gọi, mức giá của việc thoát ra tăng lên 1,5 tỉ đô-la. Nhưng lần nào cũng vậy, Howie Hubler hay một trong những nhân viên giao dịch của anh đều tranh luận về giá cả và từ chối thoát ra. Những người đòi nợ tại Deutsche Bank cảm thấy rằng các nhân viên giao dịch trái phiếu ở Morgan Stanley hiểu nhầm chính giao dịch của họ. Họ không nói dối; họ thực sự không hiểu được bản chất của các CDO dưới chuẩn. Mối tương quan giữa các trái phiếu dưới chuẩn xếp hạng BBB không phải là 30% mà là 100%. Khi một trái phiếu sụp đổ, tất cả đều sụp đổ, bởi chúng đều bị chi phối bởi các tác nhân kinh tế rộng lớn hơn giống nhau. Cuối cùng, không ai hiểu được tại sao một CDO lại có thể giảm từ 100 xu xuống 95 xu xuống 77xu xuống 70 xu rồi xuống 7 xu. Các trái phiếu dưới chuẩn đằng sau chúng đều cùng xấu hoặc cùng tốt. Các CDO có giá trị hoặc bằng 0 hoặc bằng 100.

Ở mức giá 7 xu, Greg Lippmann cho phép Morgan Stanley thoát khỏi một giao dịch mà nó đã tham gia ở mức khoảng 100 xu một đô-la. Trong 4 tỉ đô-la đầu tiên thuộc 16 tỉ đô-la điên rồ của Howie Hubler, khoảng 3,7 tỉ đô-la đã mất đi. Đến lúc đó, Lippmann không còn nói chuyện

với Howie Hubler, bởi Howie Hubler không còn làm việc tại Morgan Stanley nữa. "Howie đã đi nghỉ một vài tuần," một thành viên của nhóm nói, "và sau đó anh ta không bao giờ quay trở lại." Anh đã được phép từ chức vào tháng 10 năm 2007, với hàng triệu đô-la mà công ty đã hứa trả cho anh vào cuối năm 2006, để ngăn anh ta bỏ việc. Tổng thiệt hại anh ta đã để lại được báo cáo cho hội đồng quản trị của Morgan Stanley là vào khoảng hơn 9 tỉ đô-la: khoản lỗ trong một giao dịch đơn lẻ lớn nhất trong lịch sử Phố Wall. Các công ty khác có thể lỗ nhiều hơn rất nhiều; nhưng những khoản lỗ này thường có liên quan đến cả một thế hệ các khoản vay thế chấp dưới chuẩn. Citigroup, Merrill Lynch và các công ty khác ngồi trên một đống lớn những thứ đó khi thị trường sụp đổ, nhưng đó chỉ là những sản phẩm phụ của cỗ máy CDO của họ. Họ sở hữu các CDO được đảm bảo bằng thế chấp dưới chuẩn hiếm khi vì lợi ích riêng của họ mà vì các khoản phí mà các giao dịch của họ sẽ tạo ra khi họ bán chúng. Khoản lỗ của Howie Hubler là kết quả của một cuộc cá cược đơn giản. Hubler và các nhân viên giao dịch của anh nghĩ rằng họ là những gã thông minh xuất hiện trên trái đất để khai thác sự thiếu hiệu quả ngu ngốc của thị trường. Tiếc là họ lại khiến nó còn thiếu hiệu quả hơn.

Đến New Jersey nghỉ hưu, với một số tiền không được công bố, Howie Hubler mang theo mình cảm giác an ủi rằng anh không phải là kẻ ngốc nhất trên bàn. Anh có thể đã buông dây bóng quá muộn nên không thể cứu Morgan Stanley, nhưng khi anh rơi xuống đất, anh có thể nhìn thấy quả bóng đang bay cao trên bầu trời và nhìn thấy các cơ quan Phố Wall vẫn treo lơ lửng trên đó. Vào đầu tháng 7, chỉ vài ngày trước khi Greg Lippmann gọi điện cho anh để đòi 1,2 tỉ đô-la, Hubler đã tìm thấy hai người mua các CDO xếp hạng AAA của anh. Người mua đầu tiên là Mizuho Financial Group, một bộ phận kinh doanh của ngân hàng lớn thứ hai Nhật Bản. Là một dân tộc, người Nhật Bản đã bị hoang mang trước những sáng tạo tài chính mới của Mỹ, và tránh xa chúng. Mizuho Financial Group, vì một lý do nào đó mà chỉ nó mới biết, đã tự biến mình thành một nhà giao dịch trái phiếu dưới chuẩn Mỹ thông minh, và lấy đi 1 tỉ đô-la các CDO được bảo đảm bằng dưới chuẩn khỏi tay của Morgan Stanley.

Người mua còn lại là UBS, mua 2 tỉ đô-la các CDO xếp hạng AAA của Howie Hubler, cùng với một vài trăm triệu đô-la giá trị vị thế bán khống của anh về các trái phiếu xếp hạng BBB. Tức là vào tháng 7, ngay trước khi thị trường sụp đổ, UBS đã nhìn vào giao dịch của Howie Hubler và nói, "Chúng tôi cũng muốn một vài giao dịch kiểu này." Vì vậy, khoản mua cá nhân của Howie Hubler với 16 tỉ đô-la các CDO xếp hạng AAA giảm xuống còn 13 tỉ đô-la. Một vài tháng sau, khi tìm mọi cách để giải thích cho các cổ đông về 37,4 tỉ đô-la thiệt hại trong thị trường dưới chuẩn Mỹ, UBS đã đưa ra một báo cáo nửa trung thực nửa không, trong đó nó tiết lộ rằng một nhóm nhỏ các nhân viên giao dịch trái phiếu Mỹ làm việc cho UBS đã vận động hành lang

không ngừng từ đầu đến cuối để ngân hàng có thể mua nhiều hơn các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn của các công ty Phố Wall khác. “Nếu mọi người biết về cuộc giao dịch, họ có thể sẽ nổi loạn,” một nhân viên giao dịch trái phiếu UBS có liên quan mật thiết với hành động này chia sẻ. “Đó là một giao dịch gây tranh cãi trong UBS. Nó được giữ bí mật tuyệt đối. Có nhiều người, nếu họ biết giao dịch diễn ra, họ sẽ la hét hết sức có thể. Chúng tôi đã lấy đi giao dịch tương quan khỏi tay của Howie trong khi mọi người đều biết sự tương quan ở đây bằng 1.” (Hay tương đương với 100%). Anh giải thích thêm rằng các nhân viên giao dịch ở UBS thực hiện giao dịch này đã được thúc đẩy chủ yếu bởi chính mô hình của họ, mô hình mà, tại thời điểm giao dịch, cho rằng họ sẽ có được lợi nhuận 30 triệu đô-la.

Vào ngày 19 tháng 12 năm 2007, Morgan Stanley gọi cho các nhà đầu tư. Công ty này muốn giải thích tại sao một thua lỗ trong giao dịch lên đến khoảng 9,2 tỉ đô-la lại lấn át toàn bộ số lợi nhuận được tạo ra bởi khoảng 50 ngàn nhân viên của nó. “Kết quả chúng tôi công bố ngày hôm nay khiến tôi và công ty cảm thấy thật đáng xấu hổ,” John Mack nói. “Đây là kết quả của một sai lầm trong quá trình đánh giá phát sinh trên một bàn giao dịch ở khu vực Thu nhập Cố định, và cũng là một thất bại trong việc quản lý rủi ro hợp lý… Hầu như mọi thua lỗ trong quý này là kết quả của giao dịch của (đúng như nguyên văn) chỉ một bàn giao dịch trong mảnh kinh doanh thế chấp của chúng tôi.” CEO này giải thích rằng Morgan Stanley đã có một số “hàng rào” chống lại rủi ro thế chấp dưới chuẩn nhưng “các hàng rào này đã không hoạt động hiệu quả trong điều kiện thị trường bất thường vào cuối tháng 10 và tháng 11.” Nhưng điều kiện thị trường trong tháng 10 và tháng 11 hoàn toàn không bất thường; trong tháng 10 và tháng 11, lần đầu tiên, thị trường bắt đầu định giá các rủi ro thế chấp dưới chuẩn một cách chính xác. Thứ bất thường là những gì đã xảy ra trước đó.

Sau khi nói rằng “với tư cách người đứng đầu công ty, tôi xin chịu trách nhiệm về kết quả này,” Mack nhận được các câu hỏi từ các nhà phân tích ngân hàng của các công ty Phố Wall khác. Nhóm này phải mất một lúc để tìm hiểu được căn nguyên vấn đề, nhưng cuối cùng họ cũng làm được. Trong khi bốn nhà phân tích quyết định không thăm dò Mack quá chặt chẽ về những gì gần như chắc chắn là khoản lỗ trong một giao dịch độc quyền riêng lẻ lớn nhất lịch sử Phố Wall, thì sau đó, William Tanona đến từ Goldman Sachs nói:

TANONA: Một câu hỏi nữa về rủi ro, [điều mà] tôi biết mọi người đang thắc mắc… Anh hãy giải thích về việc làm thế nào anh bị lỗ lớn như thế này. Ý tôi là, tôi nghĩ các anh có những thứ như giới hạn vị thế và giới hạn rủi ro chứ. Tôi không thể tin được rằng các anh có thể cho phép một bàn giao dịch thua lỗ đến 8 tỉ đô-la.

JOHN MACK: Đó là một câu hỏi sai.

TANONA: Hả?

JOHN MACK: Xin chào. Chào, vâng…

TANONA: Tôi không hiểu ý anh…

JOHN MACK: Bill, nghe này, chúng ta hãy nói cho rõ ràng. Thứ nhất, giao dịch này đã được công nhận và đã được nhập vào tài khoản của chúng tôi. Thứ hai, nó đã được nhập vào hệ thống quản lý rủi ro của chúng tôi. Nó rất đơn giản. Khi những điều này xảy ra, nó đơn giản, nó gây đau đớn, vì vậy không phải tôi đang nói lấp liếm. Khi những gã này quan tâm đến các khoản lỗ trong vị thế này, họ cũng đâu có hình dung ra… rằng chúng tôi có thể vỡ nợ ở mức này, đúng không. Vì vậy việc bộ phận quản lý rủi ro của chúng tôi đã không quan tâm đến những khoản lỗ này cũng chỉ là bình thường. Đơn giản là vậy. Đó là những rủi ro có cái đuôi rất lớn đã quét qua tất cả chúng ta, đúng không. Đó là những gì đã xảy ra.

TANONA: Được rồi. Cứ tạm cho là vậy. Tôi còn câu hỏi nữa. Tôi thấy ngạc nhiên khi trong quý này, VaR giao dịch của anh vẫn ổn định dù cho bị thua lỗ đến mức này, và tôi nghi ngờ rằng đây là các tài sản giao dịch. Vì vậy anh có thể giải thích cho tôi tại sao VaR của anh không tăng đáng kể trong quý?

MACK: Bill, tôi nghĩ rằng VaR đại diện rất tốt cho rủi ro giao dịch thanh khoản. Nhưng xét về mặt (không nghe được) của điều đó, tôi rất sẵn lòng chia sẻ với anh sau buổi này bởi tôi không thể trả lời điều đó ngay bây giờ được.

Những dòng chảy ngôn từ vô nghĩa có thể đã để lại trong lòng khán giả cảm giác rằng không thể phân tích sự phức tạp sâu xa trong hoạt động giao dịch trái phiếu của Morgan Stanley. Những lời lẽ của họ chỉ thực sự cho thấy chính CEO cũng không thực sự hiểu tình hình. So với các CEO đồng cấp khác, John Mack đã được cho là người nắm khá rõ thông tin về các rủi ro giao dịch trong công ty trái phiếu của anh. Ngoài ra, chính anh cũng từng là một nhân viên giao dịch trái phiếu, và đã được tạo ra để kích thích văn hóa chấp nhận rủi ro của Morgan Stanley. Tuy nhiên, anh không những thất bại trong việc nắm bắt những gì mà các nhân viên giao dịch của anh đang theo đuổi vào thời điểm họ vẫn đang theo đuổi nó; mà anh còn không thể giải thích đầy đủ những gì họ đã làm sau khi để mất 9 tỉ đô-la.

Rốt cuộc, thời điểm cũng đến: Người mua cuối cùng các rủi ro thế chấp dưới chuẩn đã ngừng mua. Vào ngày 1 tháng 8 năm 2007, các cổ đông đã lần đầu tiên kiện Bear Stearns về sự sụp đổ

của các quỹ phòng hộ được bảo đảm bằng dưới chuẩn của nó. Trong số những ảnh hưởng ít nhìn thấy được của nó, phải kể đến việc nó đã cảnh tỉnh ba người đàn ông trẻ tuổi ở Cornwall Capital, những người vốn đang ngồi trên những gì mà đối với họ là một đống rất lớn các hợp đồng hoán đổi nợ xấu được mua phần lớn từ Bear Stearns. Kể từ khi ở Las Vegas, Charlie Ledley đã không thể nắm bắt được tầm cỡ những sự kiện họ đang trải qua. Ben Hockett, người duy nhất trong ba người đã từng làm việc trong một công ty lớn Phố Wall, cũng có xu hướng di chuyển rất nhanh về một cái kết thảm khốc nào đó trong đầu. Và Jamie Mai chỉ nghĩ rất nhiều người trên Phố Wall là đồ cặn bã. Tất cả ba người đều lo lắng rằng Bear Stearns có thể sẽ thất bại và không thể trả các khoản thua cược của họ. “Có thể đã đến thời điểm bạn không thể giao dịch với một công ty Phố Wall nào nữa,” Ben nói, “và nó có thể đến như vậy.”

Vào tuần đầu tiên trong tháng 8, họ bàn thảo thêm và cố gắng làm quen với các mức giá của những CDO xếp hạng AA mà chỉ một vài tháng trước đây đang được giao dịch với mức giá được cho rằng về cơ bản là phi rủi ro. “Các trái phiếu cơ sở đang sụp đổ và tất cả những người chúng tôi đã giao dịch đều nói rằng chúng tôi sẽ cho anh 2 điểm,” Charlie nói. Cho đến hết cuối tháng 7, Bear Stearns và Morgan Stanley đều vẫn nói rằng các CDO xếp hạng AA có giá 98 xu/đô-la. Cuộc tranh luận giữa Howie Hubler và Greg Lippmann đang tái diễn trên thị trường.

Cornwall Capital sở hữu các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho 20 CDO không hấp dẫn, nhưng mỗi cái lại không hấp dẫn theo cách riêng, và vì thế thật khó để có thể xác định đúng vị trí của chúng. Các nhà buôn trên Phố Wall của họ luôn nói với họ rằng họ không bao giờ có thể thoát ra khỏi những hợp đồng hoán đổi nợ xấu khó hiểu cho các tranche CDO xếp hạng AA này, nhưng thị trường đang hoảng loạn, và có vẻ mong mua được bảo hiểm cho bất cứ thứ gì có liên quan đến trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Phép tính đã thay đổi: Lần đầu tiên, Cornwall có nguy cơ để mất khá nhiều tiền nếu có điều gì đó xảy ra dẫn đến việc thị trường hồi phục – nếu giả sử, chính phủ Mỹ can thiệp và bảo lãnh cho tất cả các thế chấp dưới chuẩn. Và tất nhiên nếu Bear Stearns sụp đổ, họ sẽ mất tất cả. Họ cuống quít tìm cách tự bảo vệ mình – tìm một vài người mua những chính sách bảo hiểm liên quan hoàn toàn mới mẻ và kỳ lạ mà họ đã tích lũy được này.

Công việc này được giao cho Ben Hockett. Charlie Ledley một vài lần đã cố gắng hành động như một nhân viên giao dịch nhưng đã thất bại thảm hại. “Có rất nhiều các quy tắc nhỏ,” Charlie nói. “Bạn phải biết chính xác phải nói những gì, và nếu bạn không biết, mọi người sẽ nổi xung với bạn. Tôi nghĩ rằng tôi muốn nói ‘Bán!’ nhưng hóa ra tôi lại đang nói ‘Mua!’ Tôi đã nghĩ tôi không nên thực hiện các giao dịch.” Ben đã thực hiện giao dịch để kiếm sống và là người duy nhất trong ba người biết phải nói gì và nói như thế nào. Tuy nhiên, Ben đang ở miền

Nam nước Anh để đi nghỉ cùng với gia đình vợ.

Và vì vậy, Ben Hockett đang ngồi trong một quán rượu mang tên The Powder Monkey, tại thành phố Exmouth, ở hạt Devon, nước Anh, tìm kiếm một người mua 205 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche CDO dưới chuẩn mezzanine xếp hạng AA. Tính đến thời điểm đó, chỉ có ba công ty Phố Wall đã chứng tỏ sẵn lòng giao dịch với Cornwall Capital và cung cấp cho họ các thỏa thuận ISDA cần thiết để giao dịch các hợp đồng hoán đổi nợ xấu: Bear Stearns, Deutsche Bank, và Morgan Stanley. "Ben đã luôn nói với chúng tôi rằng có thể thực hiện một giao dịch mà không cần ISDA, nhưng thực ra bình thường người ta không làm thế," Charlie nói. Nhưng đó không phải là một thời điểm bình thường. Vào thứ 6 ngày 3 tháng 8, Ben đã gọi cho mọi công ty lớn ở Phố Wall và nói, Anh không biết tôi và tôi biết anh sẽ không cung cấp cho chúng tôi một thỏa thuận ISDA, nhưng tôi có bảo hiểm cho các CDO được đảm bảo bằng thế chấp dưới chuẩn mà tôi sẵn sàng bán chúng. Anh có sẵn lòng giao dịch với tôi mà không cần một thỏa thuận ISDA không? "Nhân viên chứng khoán trả lời không," Ben nói. "Và tôi sẽ nói, 'Hãy gọi giám đốc kinh doanh tín dụng và giám đốc quản trị rủi ro để xem họ có quyết định khác không.'" Ngày thứ 6 đó, chỉ có một ngân hàng có vẻ háo hức muốn giao dịch với anh: UBS. Và họ đang rất rất háo hức. Gã đàn ông cuối cùng bám vào trái bóng bay vừa mới buông sợi dây của mình.

Thứ Hai, ngày 6 tháng 8, Ben đã quay trở lại The Powder Monkey và bắt đầu giao dịch. Đối với các chính sách bảo hiểm có mức phí 0,5%, UBS hiện đang đề nghị anh mức 30 điểm trả trước – có nghĩa là, 205 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Cornwall, từng mất khoảng 1 triệu đô-la để mua, đột nhiên có giá trị nhiều hơn 60 triệu đô-la một chút (30% của 205 triệu đô-la). Tuy nhiên, UBS không còn là tổ chức duy nhất quan tâm nữa; đội ngũ ở Citigroup, Merrill Lynch và Lehman Brothers, vốn đã bàng quan vào thứ 6, lại rất háo hức vào thứ 2. Tất cả họ đều đang nỗ lực định giá những rủi ro của các CDO mà công ty họ đã tạo ra. "Việc đó dễ dàng hơn đối với tôi vì họ phải quan sát từng giao dịch một," Ben nói. "Còn tôi chỉ muốn có tiền." Cornwall có 20 vị thế riêng biệt để bán. Các cuộc điện thoại đến và đi. Chỉ có sự nhiệt thành của các công ty Phố Wall, đang trong cơn tuyệt vọng phải mua bảo hiểm cháy nổ cho căn nhà đang cháy của họ, vẫn không hề thuyên giảm. "Đó là lần đầu tiên chúng tôi thấy bất cứ mức giá nào phản ánh bất cứ thứ gì gần với giá trị thực sự của chúng," Charlie nói. "Chúng tôi có các vị thế mà ngày hôm nay được Bear Stearns đánh giá ở mức 600 nghìn đô-la thì ngày hôm sau đã trở thành 6 triệu đô-la."

11h đêm ngày thứ 5, Ben hoàn thành xong. Đó là ngày 9 tháng 8, cùng ngày mà ngân hàng Pháp BNP công bố rằng các nhà đầu tư trong các quỹ thị trường tiền tệ của nó sẽ bị chặn không cho

rút tiền từ tài khoản tiết kiệm do các vấn đề về các thế chấp dưới chuẩn Mỹ. Ben, Charlie và Jamie không rõ lý do tại sao 3/4 các cuộc đặt cược của họ được một ngân hàng Thụy Sĩ mua. Các chữ cái U B S hầu như không được đề cập đến trong nội bộ Cornwall Capital cho đến khi ngân hàng bắt đầu cầu xin họ bán những gì được coi là khoản bảo hiểm dưới chuẩn được định giá rất cao. "Tôi không có lý do cụ thể nào để nghĩ rằng UBS có liên quan đến lĩnh vực kinh doanh dưới chuẩn này," Charlie nói. "Khi nhìn lại, tôi không thể tin được là chúng tôi đã không quay ngược lại và bán khống UBS." Khi lấy các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của Cornwall khỏi tay nó, cả UBS hay bất cứ những bên mua nào khác ở Phố Wall đều không thể hiện một chút quan ngại nào dù là nhỏ nhất về việc hiện tại họ đang cho rằng Bear Stearns có thể thất bại: Suy nghĩ đó, trong nội bộ các công ty lớn Phố Wall, vẫn không thể tưởng tượng được. Cornwall Capital, thành lập 4 năm rưỡi trước chỉ với 110.000 đô-la, vừa thu về được hơn 80 triệu đô-la từ một cuộc đặt cược 1 triệu đô-la. "Có chút nhẹ nhõm khi chúng tôi không phải những kẻ ngốc nghếch trên bàn," Jamie nói. Họ không phải những kẻ ngốc trên bàn. Họ đã thu về gấp 80 lần từ cuộc đánh cược khó thắng này. Và không ai ở The Powder Monkey từng hỏi Ben định làm gì.

Tất nhiên, đại gia đình người Anh của vợ anh băn khoăn về việc anh đã ở đâu, và anh đã cố gắng giải thích. Anh nghĩ những gì đang xảy ra rất quan trọng. Anh cho rằng hệ thống ngân hàng đang vỡ nợ và điều đó ám chỉ một số biến động nghiêm trọng. Khi ngân hàng ngừng hoạt động, tín dụng ngừng hoạt động, và khi tín dụng ngừng hoạt động, thương mại ngừng hoạt động, và khi thương mại ngừng hoạt động – ồ, thành phố Chicago chỉ có lượng clo đủ dùng cho nguồn nước của nó trong 8 ngày. Các bệnh viện cạn kiệt thuốc men. Toàn bộ thế giới hiện đại nhiều khả năng sẽ rơi vào cảnh mua trước, trả sau. "Tôi đã về nhà vào lúc nửa đêm và cố gắng nói chuyện với anh rể của tôi về tương lai của lũ trẻ," Ben nói. "Tôi hỏi mọi người trong nhà để chắc chắn rằng tài khoản của họ tại HSBC đã được bảo hiểm. Tôi khuyên họ nên giữ một số tiền mặt trong người, bởi chúng tôi có thể sẽ phải đối mặt với một số sụp đổ. Nhưng điều đó thật khó để giải thích." Làm thế nào bạn có thể giải thích cho một công dân vô tội ở một thế giới tự do tầm quan trọng của một hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các tranche nghĩa vụ nợ thế chấp được bảo đảm bằng dưới chuẩn xếp hạng AA? Anh đã cố gắng hết sức, nhưng những người họ hàng người Anh của anh chỉ nhìn anh một cách kỳ lạ. Họ hiểu rằng ai đó vừa mới mất rất nhiều tiền, còn Ben vừa mới kiếm được rất nhiều tiền, nhưng chỉ thế thôi. "Tôi không thể nói được với họ về điều đó," anh nói. "Họ là người Anh."

22 ngày sau, ngày 31 tháng 8 năm 2007, Michael Burry nâng túi phụ và bắt đầu dỡ bỏ các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của anh một cách nghiêm túc. Các nhà đầu tư của anh có thể thu được tiền về. Họ nhận được gấp đôi số tiền họ đã đầu tư. Chỉ một vài tháng trước đó, Burry được đề

nghị 200 điểm cơ bản – hay 2% số tiền vốn – cho các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của anh, mà đạt mốc cao nhất là 1,9 tỉ đô-la. Bây giờ anh đang được đề nghị mức 75, 80, và 85 điểm bởi các công ty Phố Wall đang tuyệt vọng muốn phần nào hạn chế sự sụp đổ của mình. Vào cuối quý, anh báo cáo rằng quỹ đã tăng lên hơn 100%. Vào cuối năm, trong danh mục đầu tư chưa đến 550 triệu đô-la, anh sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận hơn 720 triệu đô-la. Nhưng anh vẫn không nghe được một chút phản hồi nào từ phía các nhà đầu tư của mình. "Ngay cả khi rõ ràng rằng đó là một năm thắng lợi và tôi đã được chứng minh là đúng, vẫn không có được niềm hân hoan nào," anh nói. "Việc kiếm tiền không giống bất cứ điều gì tôi nghĩ trước đó." Đối với nhà đầu tư sáng lập, Gotham Capital, anh đã tự nguyện gửi một e-mail chỉ với nội dung, "Không có gì." Anh đã quyết định tống cổ họ ra khỏi quỹ, và cương quyết rằng họ phải bán hết cổ phần trong công ty của anh. Khi họ đề nghị anh đưa ra một mức giá, anh trả lời, "Thế còn việc anh giữ hàng chục triệu đô-la gần như đã ngăn cản tôi kiếm tiền cho các anh năm ngoái thì sao? Chúng ta hãy gọi nó là huề đi."

Khi thành lập, anh quyết định không tính các nhà đầu tư mức phí quản lý mà thông thường là khoảng 2%. Trong năm mà anh hoạt động thiếu hiệu quả, việc không thu phí này đồng nghĩa với việc sẽ phải sa thải nhân viên. Anh đã viết một bức thư cho các nhà đầu tư để họ biết rằng anh đã thay đổi chính sách của mình – điều khiến tất cả các nhà đầu tư lại nổi điên với anh một lần nữa, ngay cả khi anh đã khiến họ trở nên giàu có hơn. "Tôi không hiểu từ đâu mà ông nghĩ ra những cách chọc tức họ," một trong những người bạn qua e-mail viết cho anh. "Ông đúng là có năng khiếu."

Một trong những điều anh biết được về căn bệnh Asperger's, kể từ khi anh phát hiện ra anh mắc nó, đó là vai trò của những sở thích hay mối quan tâm của anh. Chúng là một nơi an toàn để anh có thể rút về từ một thế giới thù địch. Đó là lý do tại sao những người bị bệnh Asperger's trải nghiệm chúng một cách rất mạnh mẽ. Thật kỳ quặc, đó cũng là lý do tại sao họ không thể kiểm soát chúng. "Vị bác sĩ chuyên khoa mà tôi đã gặp giúp tôi hiểu ra điều đó," anh viết trong một e-mail, "và tôi thấy nó rất đúng khi nhìn lại cuộc đời mình:

Hãy xem liệu tôi có hiểu đúng ý không – nó thường nghe hay hơn nếu do một bác sỹ chuyên khoa nói. Vâng, nếu ngay từ đầu bạn là một người gặp vô vàn khó khăn trong việc hòa nhập với cộng đồng xung quanh, và do đó thường cảm thấy bị hiểu nhầm, coi nhẹ, và cô đơn, bạn sẽ nhận thấy một sở thích hoặc một mối quan tâm mãnh liệt có thể giúp hình thành dần nên cái tôi theo một cách cổ điển. Một đứa trẻ mắc bệnh Asperger's có thể tập trung cao độ và nắm bắt kiến thức về chủ đề mà chúng quan tâm rất nhanh, và thường là bỏ xa các bạn cùng trang lứa. Việc củng cố cái tôi đó rất nhẹ nhàng, miễn là những đứa trẻ mắc Asperger không trải nghiệm

thường xuyên, nếu có. Miễn là sự thích thú mang lại sự củng cố đó, thì sự thay đổi không có gì nguy hiểm cả. Nhưng khi sự thích thú gặp phải rào cản, hay một người gặp thất bại trong sở thích đó, sự tiêu cực có thể được cảm nhận rất rõ ràng, đặc biệt là khi nó xuất phát từ những người khác. Sự thích thú trong trường hợp này có thể đơn giản bắt đầu bắt chước tất cả những điều mà một người mắc Asperger's đang cố gắng thoát khỏi – sự ngược đãi rõ ràng, sự hiểu nhầm, hay sự tẩy chay bởi những người khác. Và người mắc Asperger này sẽ phải tìm một sở thích khác để xây dựng và duy trì cái tôi của mình.

Trong suốt năm 2006 và đầu năm 2007, Tiến sĩ Michael Burry phải đối mặt với cơn ác mộng riêng. Trong một e-mail, anh viết, "Các đối tác gần gũi nhất với tôi có vẻ dần ghét tôi… Công việc kinh doanh này đã tận diệt một phần cuộc sống vốn khá quan trọng. Có điều là, tôi không xác định được nó đã tiêu diệt những gì. Nhưng có thứ gì đó rất quan trọng đã chết trong tôi. Tôi có thể cảm nhận nó." Khi hứng thú với thị trường tài chính dần vơi cạn, anh mua một cây đàn guitar. Thật kỳ lạ: Anh không thể chơi đàn guitar và không có khiếu chơi. Anh thậm chí không muốn chơi đàn. Anh chỉ cần học về các loại gỗ được sử dụng để làm guitar, cần mua guitar, các ống điện tử và máy khuếch đại âm thanh. Anh chỉ cần… biết mọi thứ về đàn guitar.

Anh đã chọn một thời điểm thông minh cho cái chết của sự thích thú. Đó là thời điểm mà tại đó cái kết đã được viết ra: thời điểm mà tại đó không còn gì để ngăn cản. 6 tháng sau thời điểm đó, Quỹ Tiền tệ Quốc tế đã công bố khoản thua lỗ 1 nghìn tỷ đô-la trong các tài sản liên quan đến dưới chuẩn khởi nguồn ở Mỹ. 1 nghìn tỉ đô-la thua lỗ được tạo ra bởi các nhà tài chính Mỹ và gắn chặt với hệ thống tài chính Mỹ. Mỗi công ty Phố Wall đều có phần trong khoản thua lỗ này, và không thể làm gì để tránh được chúng. Không công ty Phố Wall nào có thể giải thoát bản thân bởi không còn bất kỳ người mua nào cả. Nó như thể các quả bom với đủ loại kích cỡ khác nhau đã được đặt trong hầu như tất cả các tổ chức tài chính lớn ở phương Tây. Ngòi nổ đã được đốt và không thể dập tắt. Tất cả những gì có thể làm chỉ là quan sát tốc độ của tia lửa và kích thước của những vụ nổ.

10. Hai người trên một chiếc thuyền

Hầu như không có ai – dù là chủ nhà, các tổ chức tài chính, các cơ quan xếp hạng, các cơ quan chức năng hay các nhà đầu tư – dự đoán được những gì đang xảy ra.

– Deven Sharma, chủ tịch của S&P
Điều trần trước Hạ viện Mỹ
22 tháng 10 năm 2008

Giáo hoàng Benedict XVI là người đầu tiên dự đoán được cuộc khủng hoảng trong hệ thống tài chính toàn cầu… Bộ trưởng Tài Chính của Ý, Giulio Tremonti nói. “Lời dự đoán rằng một nền kinh tế vô kỷ luật sẽ sụp đổ bởi chính các quy tắc riêng của nó có thể được tìm thấy,” trong một bài báo của Hồng y Joseph Ratzinger [năm 1985], Tremonti cho biết vào ngày hôm qua tại Đại học Cattolica, Milan.

– Bloomberg News, 20 tháng 11 năm 2008

Greg Lippmann đã nghĩ thị trường thế chấp dưới chuẩn giống như một trò chơi kéo co tài chính khổng lồ: Một bên là cỗ máy Phố Wall tạo ra các khoản cho vay, đóng gói các trái phiếu, đóng gói lại những trái phiếu tồi tệ nhất thành các CDO và sau đó, khi chúng hết sạch các khoản vay, tạo ra những khoản giả mạo mà không biết có nguồn gốc từ đâu; còn bên kia là quân đội cao quý của anh, gồm những người bán khống đánh cược chống lại những khoản cho vay. Những kẻ lạc quan đấu với những người bi quan. Những kẻ ảo tưởng đấu với những người thực tế. Những kẻ bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu đấu với những người đi mua. Cái sai đấu với cái đúng. Phép ẩn dụ này thích hợp cho đến thời điểm này. Bây giờ phép ẩn dụ là hai người trên một chiếc thuyền, buộc lại với nhau bởi 1 sợi dây, đánh nhau đến chết. Người này tiêu diệt người kia, lật cơ thể nặng trịch của đối phương sang một bên – chỉ để nhận thấy rằng chính anh ta cũng đang bị quăng mạnh sang một bên. “Bán khống vào năm 2007 và kiếm được tiền từ nó thật vui vẻ, bởi chúng tôi là những gã tồi chuyên đi bán khống,” Steve Eisman nói. “Năm 2008 là năm toàn bộ hệ thống tài chính có rủi ro. Chúng tôi vẫn bán khống. Nhưng bạn không muốn hệ thống sụp đổ. Nó giống như là một trận lũ sắp xảy ra và bạn là Noah. Bạn đang ở trên tàu. Vâng, bạn ổn. Nhưng bạn không vui vẻ khi quan sát cơn lũ. Đó không phải là khoảnh khắc hạnh phúc đối với Noah.”

Vào cuối năm 2007, các cuộc đặt cược của FrontPoint chống lại các thế chấp dưới chuẩn đã thành công ngoạn mục đến mức họ mở rộng được quy mô của quỹ lên gấp đôi, từ khoảng hơn

700 triệu đô-la thành 1,5 tỉ đô-la. Thời điểm đó, thời điểm mà rõ ràng họ đã kiếm được cả đống tiền, cả Danny và Vinny đều muốn chuyển các cuộc cá cược của họ thành tiền mặt. Không ai trong số họ từng tin tưởng tuyệt đối vào Greg Lippmann, và sự mất lòng tin này thậm chí đã lấn sang cả món quà tuyệt vời mà anh ta đã tặng cho họ. “Tôi sẽ không bao giờ mua ô tô từ Lippmann,” Danny nói. “Nhưng tôi đã mua 500 triệu đô-la các hợp đồng hoán đổi nợ xấu từ anh ta.” Vinny lo lắng rằng anh sẽ bị quả báo vì đã kiếm quá nhiều tiền một cách quá nhanh. “Đó là một giao dịch cả đời người,” anh nói. “Nếu chúng tôi từ bỏ giao dịch của cả một đời người chỉ vì sự tham lam, tôi hẳn là đã phải tự sát.”

Tất cả họ, gồm cả Eisman, nghĩ Eisman không phù hợp với việc đưa ra các đánh giá giao dịch ngắn hạn. Anh là người cảm tính, và thường hành động dựa theo cảm xúc của mình. Các cuộc cá cược của anh chống lại các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đối với anh không chỉ là các cuộc cá cược; mà anh coi chúng gần như là những sự lăng mạ. Bất cứ khi nào những người Phố Wall cố gắng tranh luận – như họ vẫn thường làm – rằng vấn đề cho vay dưới chuẩn là do sự xuyên tạc và thiếu trách nhiệm về tài chính của những người dân Mỹ bình thường, anh sẽ nói, “Gì cơ – toàn bộ người dân Mỹ tỉnh dậy vào buổi sáng và nói, ‘Vâng, tôi sẽ khai man trong đơn vay tiền của tôi’ ư? Vâng, mọi người nói dối. Họ nói dối vì họ được bảo phải nói dối.” Sự phẫn nộ châm ngòi cho canh bạc của anh đó không phải nhắm vào toàn bộ hệ thống tài chính mà nhắm vào những người đứng đầu của nó, những người biết rõ, hoặc nên biết rõ: những người bên trong các công ty lớn ở Phố Wall. “Đó không chỉ là một cuộc tranh luận,” Eisman nói. “Đó là một cuộc thập tự chinh về đạo đức. Thế giới đang bị đảo lộn.” Anh cho rằng các khoản vay dưới chuẩn ở dưới đáy canh bạc của họ không có giá trị gì và nếu những khoản vay này không có giá trị, các bảo hiểm mà họ sở hữu cho những khoản vay này chỉ có tăng lên. Và vì vậy họ nắm giữ các hợp đồng hoán đổi nợ xấu của mình, và chờ đợi càng nhiều khoản vay vỡ nợ càng tốt. “Vinny và tôi đã đầu tư 50 triệu đô-la và kiếm được 25 triệu đô-la,” Danny nói. “Steve đã đầu tư 550 triệu đô-la và kiếm được 400 triệu đô-la.”

Cuộc truy tìm kho báu khổng lồ đã mang lại một danh sách dài các công ty có liên quan đến các khoản vay dưới chuẩn. Vào ngày 14 tháng 3 năm 2008, họ đã bán khống các cổ phiếu của hầu hết các công ty tài chính bằng mọi cách liên quan đến cỗ máy ngày tận thế. “Chúng tôi được chuẩn bị cho ngày tận thế,” Eisman nói, “nhưng thẳm sâu trong tâm trí, chúng tôi luôn nghĩ, nhỡ ngày tận thế không diễn ra thì sao?”

Ngày 14 tháng 3, câu hỏi này trở thành cuộc tranh luận. Kể từ thời điểm các quỹ phòng hộ dưới chuẩn của Bear Stearns sụp đổ vào tháng 6 năm 2007, thị trường đang đặt câu hỏi về phần còn lại của Bear Stearns. Trong thập kỷ qua, giống như mọi công ty Phố Wall khác, Bear Stearns đã

mở rộng quy mô các cuộc đặt cược mà nó thực hiện bằng toàn bộ tiền vốn. Chỉ trong vòng 5 năm qua, đòn bẩy của Bear Stearns đã đi từ 20:1 sang 40:1. Đòn bẩy của Merrill Lynch đã đi từ 16:1 trong năm 2001 sang 32:1 năm 2007. Morgan Stanley và Citigroup bây giờ đang ở mức 33:1, Goldman Sachs có vẻ thận trọng ở mức 25:1, nhưng thật ra, Goldman có năng khiếu ngụy trang mức độ đòn bẩy thực sự của nó là như thế nào. Để phá sản bất kỳ công ty nào trong các công ty này, tất cả những gì cần thiết là một sự suy giảm rất nhỏ trong giá trị tài sản của họ. Câu hỏi đáng giá hàng nghìn tỷ đô-la là, Tài sản đó là những gì? Cho đến tận ngày 14 tháng 3, thị trường cổ phiếu đã trao cho các công ty lớn ở Phố Wall lợi ích của việc nghi ngờ. Không ai biết điều gì đang diễn ra bên trong nội bộ Bear Stearns, Merrill Lynch hay Citigroup, nhưng những nơi này luôn là những tổ chức thông minh, do vậy các cuộc đặt cược của họ chắc cũng phải là những cuộc đặt cược thông minh. Ngày 14 tháng 3, thị trường đã thay đổi quan điểm của mình.

Sáng hôm đó, Eisman đã được một nhà phân tích ngân hàng nổi bật của Deutsche Bank, Mike Mayo, mời tham gia trò chuyện với rất nhiều các nhà đầu tư lớn. Trong khán phòng tại trụ sở Phố Wall của Deutsche Bank, Eisman đã được sắp xếp phát biểu trước vị chủ tịch đã nghỉ hưu của Cục Dự trữ Liên bang, Alan Greenspan, và được ghép cặp với một nhà đầu tư nổi tiếng tên là Bill Miller – người vô tình sở hữu hơn 200 triệu đô-la cổ phiếu của Bear Stearns. Eisman nghĩ rằng thật điên rồ khi ai đó ném những khoản tiền lớn vào bất kỳ công ty Phố Wall nào. Trong mắt anh, Greenspan không đáng chú ý. “Tôi nghĩ Alan Greenspan sẽ trở thành chủ tịch tồi tệ nhất trong lịch sử của Cục Dự trữ Liên bang,” anh nói, khi có cơ hội dù là nhỏ nhất. “Việc ông giữ mức lãi suất quá thấp trong quá lâu là phần nhỏ nhất trong đó. Tôi tin rằng ông biết những gì đang xảy ra với dưới chuẩn, nhưng ông ta lờ nó đi, bởi việc người tiêu dùng bị lừa không phải là việc của ông. Tôi cảm thấy tiếc thay ông bởi ông ta thực sự là một gã thông minh nhưng về cơ bản đã sai về mọi thứ.”

Hiện tại hầu như không có một nhân vật quan trọng nào ở Phố Wall mà Eisman không xúc phạm, hay cố gắng xúc phạm. Tại một sự kiện ở Hong Kong, sau khi Chủ tịch Ngân hàng HSBC tuyên bố rằng các thua lỗ dưới chuẩn của ngân hàng này đã được “kiềm chế,” Eisman đã giơ tay và nói, “Ông không thực sự tin điều đó đúng không? Bởi toàn bộ sổ sách của các ông là thứ bỏ đi.” Eisman đã mời một nhà phân tích lạc quan về dưới chuẩn của Bear Stearns, Gyan Sinha, tới văn phòng của mình và tra hỏi anh ta dồn dập tới mức một nhân viên kinh doanh của Bear Stearns phải gọi điện thoại ngay sau đó và phàn nàn.

“Gyan rất giận,” anh ta nói.

"Hãy nói anh ta không cần phải thế," Eisman nói. "Chúng tôi thích vậy!"

Vào cuối năm 2007, Bear Stearns vẫn mời Eisman tới một cuộc gặp gỡ thân mật và chào hỏi CEO mới của họ, Alan Schwartz. Giáng sinh với Bear, họ gọi như vậy. Schwartz nói với những người tham gia về mức độ "điên rồ" của thị trường trái phiếu dưới chuẩn, vì không ai ở đó có thể đồng ý về mức giá của bất kỳ trái phiếu nhất định nào.

"Vậy đó là lỗi của ai?" Eisman đã buột miệng nói ra. "Đây là cách các anh muốn. Để các anh có thể bóc lột khách hàng của mình."

CEO mới đáp lại, "Tôi không muốn đổ lỗi cho ai cả."

Việc những ông lớn Phố Wall nào bị Eisman xúc phạm hoàn toàn phụ thuộc vào việc Eisman được phép gặp mặt những ông lớn Phố Wall nào. Vào ngày 14 tháng 3 năm 2008, anh được mời tham dự sự kiện cùng với một trong những nhà đầu tư đánh lên nổi tiếng nhất và lớn nhất trong các ngân hàng Phố Wall, và cựu chủ tịch lừng lẫy của Cục Dự trữ Liên bang. Đó là một ngày bận rộn ở các thị trường – có những tin đồn cho rằng Bear Stearns có thể đang gặp rắc rối – nhưng, khi được lựa chọn giữa việc quan sát thị trường và quan sát Eisman, Danny Moses, Vincent Daniel và Porter Collins không cần nghĩ nhiều. "Hãy thành thật," Vinny nói. "Chúng tôi đi vì vui. Nó giống như trận đấu giữa Ali và Frasier. Tại sao anh không muốn ở đó chứ?" Họ lái xe đến xem cuộc đấu với Ali, nhưng lại ngồi ở dãy sau, và sẵn sàng trốn.

Eisman ngồi ở một chiếc bàn dài với Bill Miller huyền thoại. Miller nói trong khoảng 3 phút, và giải thích về sự khôn ngoan của anh trong việc đầu tư vào Bear Stearns. "Và bây giờ đến lượt con gấu của chúng ta," Mike Mayo nói. "Steve Eisman."

"Tôi phải đứng lên mới nói được," Eisman nói.

Miller đã ngồi khi nói. Sự kiện này giống một cuộc thảo luận nhiều hơn là một bài phát biểu, nhưng Eisman đã tạo một bục phát biểu. Anh đã mổ xẻ hệ thống tài chính Mỹ một cách hợp lý và tàn nhẫn. "Tại sao thời kỳ này lại khác" là tiêu đề bài phát biểu của anh – mặc dù không rõ có phải anh muốn đưa ra một thứ gì đó trang trọng như một bài phát biểu hay không. "Chúng ta đang trải qua giai đoạn giảm nợ lớn nhất trong lịch sử dịch vụ tài chính và nó sẽ còn tiếp diễn, tiếp diễn và tiếp diễn," anh nói. "Không có giải pháp nào ngoại trừ thời gian. Thời gian để chịu đựng cơn đau này…"

Khi Eisman đứng lên, theo bản năng, Danny ngồi thụt vào trong ghế. "Luôn có khả năng tôi sẽ cảm thấy ngượng," Danny nói. "Nhưng nó giống như bạn đang xem một tai nạn xe hơi. Bạn

không thể không xem." Tất cả những gã xung quanh đều cắm cúi vào chiếc điện thoại. Họ muốn nghe những gì Eisman phải nói, rất rõ ràng, nhưng thị trường chứng khoán đang khiến họ xao nhãng khỏi chương trình. Vào lúc 9 giờ 13 phút, khi Eisman đang tìm chỗ của anh ở phía trước căn phòng, Bear Stearns đã thông báo nó đã nhận được một khoản vay từ J.P. Morgan. 9 phút sau đó, khi Bill Miller giải thích tại sao việc sở hữu chứng khoán ở Bear Stearns là một ý tưởng hay thì Alan Schwartz đã ban hành một thông cáo báo chí. "Bear Stearns từng là chủ đề của vô số tin đồn liên quan đến tính thanh khoản của chúng tôi," thông cáo bắt đầu. Tính thanh khoản. Khi một nhà điều hành nói ngân hàng của anh ta có nhiều tính thanh khoản, nó luôn hàm ý rằng không phải vậy.

Vào lúc 9 giờ 41 phút, hay khoảng thời gian mà Eisman tạo bục phát biểu, Danny đã bán một vài cổ phiếu của Bear Stearns mà Eisman, kỳ lạ hơn, đã mua vào đêm trước, với giá 53 đô-la một cổ phiếu. Họ đã kiếm được vài đô-la, nhưng không hiểu sao Eisman đã mua chúng, mặc cho những người khác phản đối. Thỉnh thoảng, Eisman thực hiện vài cuộc giao dịch ngắn hạn với khối lượng không đáng kể mà hoàn toàn mâu thuẫn với những gì họ tin tượng. Cả Danny và Vinny đều nghĩ vấn đề trong trường hợp này chính là sư tương đồng của Eisman với Bear Stearns. Công ty đáng ghét bỏ nhất ở Phố Wall này nổi tiếng chủ yếu vì nó nói chung không quan tâm tới những quan điểm tích cực của các đối thủ cạnh tranh, do đó Eisman đồng cảm với nơi này! "Anh ta luôn nói Bear Stearns có thể không bao giờ được người ta mua lại bởi nền văn hóa của công ty không bao giờ có thể bị đồng hóa thành bất kì điều gì khác," Vinny nói. "Tôi nghĩ anh ta nhìn thấy một phần chính mình trong đó." Vợ của Eisman, Valerie, có cách giải thích riêng. "Đó là thứ thuốc giải độc kỳ lạ mà anh ấy dành cho lý thuyết 'thế giới sắp nổ tung' của mình," cô nói. "Thỉnh thoảng, anh ấy sẽ xuất hiện ở nhà với cuộc mua bán hoàn toàn kỳ lạ này."

Vào buổi chiều trước đó, cho dù nguồn gốc tâm lý của ham muốn đột ngột này của Eisman, dẫn đến việc mua một vài cổ phiếu của Bear Stearns, đến từ đâu, thì Danny cũng rất vui mừng khi giải quyết xong vấn đề này. Eisman bây giờ đang giải thích tại sao thế giới sắp nổ tung, nhưng những cộng sự của anh chỉ lắng nghe một cách nửa vời… bởi thế giới tài chính đang nổ tung. "Khi Steve bắt đầu nói," Vinny nói, "cổ phiếu bắt đầu giảm giá." Khi Eisman giải thích tại sao không ai trong tâm trí anh sẽ sở hữu những cổ phần anh đã mua 16 tiếng trước, Danny đã soạn vội một vài tin nhắn gửi cho các đối tác của mình.

9:49. Ôi, Bear ở mức 47

"Nếu [hệ thống tài chính Mỹ] có vẻ giống một mô hình Ponzi thì đó là bởi nó đúng là vậy."



9:55. Trời ạ, Bear cuối cùng ở 43.

“Các ngân hàng ở Mỹ chỉ mới bắt đầu thấu hiểu vấn đề liên quan đến các khoản vay khổng lồ của họ. Ví dụ, tôi sẽ không sở hữu một ngân hàng đơn lẻ ở bang Florida vì tôi nghĩ chúng có thể bị tiêu đời.”

10:02. Bear, giá cuối, 29!!!

“Các tầng lớp thượng lưu của đất nước này đang bóc lột chính đất nước này. Những lũ người chết tiệt. Chúng xây một tòa lâu đài để bóc lột mọi người. Trong suốt những năm qua, tôi chưa từng gặp một ai trong nội bộ một công ty Phố Wall lớn bị dằn vặt lương tâm. Chưa ai từng nói, ‘Điều này là sai.’ Và chưa ai từng dám nói những gì tôi phải nói.”

Trên thực tế, Eisman không nói những câu cuối này vào buổi sáng hôm đó; anh chỉ nghĩ đến chúng. Và anh không thực sự biết điều gì đang xảy ra trong thị trường cổ phiếu; anh không thể kiểm tra chiếc điện thoại của mình vì anh đang nói. Nhưng khi anh nói, một ngân hàng đầu tư Phố Wall đang thất bại, vì một lý do nào đó hơn là gian lận. Và câu hỏi rõ ràng, Tại sao?

Sự sụp đổ của Bear Stearns sau này được xác định là do đột biến rút tiền gửi (mọi người đổ xô đi rút tiền vì sợ Bear Stearns sẽ vỡ nợ), và theo một cách nào đó điều này đúng – các ngân hàng khác đang từ chối hợp tác với nó, các quỹ phòng hộ đang rút cạn tài khoản của họ. Tuy nhiên, nó dấy lên một câu hỏi, và câu hỏi đó sẽ được đặt ra một lần nữa sáu tháng sau đó: Tại sao thị trường đột nhiên mất lòng tin vào một công ty khổng lồ ở Phố Wall mà sự vĩnh cửu của nó sắp được cho là đương nhiên? Sự sụp đổ của Bear Stearns vào tháng 3 năm 2007 bất ngờ đến mức Cornwall Capital đã mua bảo hiểm chống lại sự sụp đổ của nó với mức giá chưa đến 0,3%. Họ đã bỏ ra 300.000 đô-la để kiếm được 105 triệu đô-la.

“Đòn bẩy” chính là câu trả lời của Eisman vào ngày hôm đó. Để tạo ra lợi nhuận, Bear Stearns, giống như mọi công ty Phố Wall khác, xây dựng ngày càng nhiều các cuộc cá cược đầu cơ lớn trên mỗi đồng đô-la vốn của họ. Nhưng vấn đề rõ ràng phức tạp hơn thế nhiều. Vấn đề này cũng chính là bản chất của những khoản đặt cược đầu cơ này.

Thị trường thế chấp dưới chuẩn đã trải qua ít nhất hai giai đoạn khác biệt. Giai đoạn đầu tiên, trong đó AIG đã phải chịu hầu hết rủi ro thị trường sụp đổ, kéo dài đến tận cuối năm 2005. Khi AIG đột ngột thay đổi quyết định, các nhân viên giao dịch trong nội bộ AIG FP cho rằng quyết định của họ có thể đóng cửa hoàn toàn thị trường thế chấp dưới chuẩn. Tất nhiên, điều đó đã không xảy ra. Khi sử dụng các CDO để chuyển các trái phiếu dưới chuẩn xếp hạng BBB dở tệ thành các trái phiếu xếp hạng AAA được cho là không rủi ro, Phố Wall đã kiếm được quá nhiều

tiền đến mức họ đơn giản là không thể ngừng lại. Những người điều hành bộ máy CDO ở các công ty khác nhau đã dành được quá nhiều quyền lực. Từ cuối năm 2005 cho đến giữa năm 2007, các công ty Phố Wall đã tạo ra một khoản vào khoảng từ 200 tỉ đô-la đến 400 tỉ đô-la các CDO được bảo đảm bằng dưới chuẩn: Không ai biết chính xác đó là bao nhiêu. Cứ cho là 300 tỉ đô-la, trong đó có khoảng 240 tỉ đô-la được xếp hạng AAA, vì vậy được coi là không có rủi ro và do đó không cần thiết phải tiết lộ. Rất nhiều trong số đó, nếu không muốn nói là tất cả, được để ngoài bảng cân đối kế toán.

Vào tháng 3 năm 2008, thị trường cổ phiếu cuối cùng cũng nắm bắt được những gì mà mọi nhân viên kinh doanh trái phiếu thế chấp đã biết từ trước: Ai đó đã mất ít nhất 240 tỉ đô-la. Nhưng ai? Morgan Stanley vẫn sở hữu 13 tỉ đô-la hoặc nhiều hơn ở các CDO, nhờ ơn của Howie Hubler. Những kẻ ngốc người Đức cũng sở hữu một số, Wing Chau và những quản lý CDO như anh ta sở hữu nhiều hơn một chút, dù họ đang sử dụng tiền của ai để mua những trái phiếu này thì có "trời mới biết." Ambac Financial Group và MBIA Inc., các công ty từ lâu kiếm sống bằng cách bảo hiểm cho các trái phiếu chính quyền địa phương, đã tiếp quản nơi AIG bỏ lại, và mỗi bên sở hữu có lẽ khoảng 10 tỉ đô-la. Sự thật là không thể biết được các tổn thất này lớn như thế nào, hay ai bị tổn thất. Tất cả những gì mọi người biết đó là bất kỳ công ty Phố Wall nào chìm sâu vào thị trường dưới chuẩn có thể gặp khó khăn nhiều hơn nhiều so với những gì họ thú nhận. Bear Stearns đã chìm sâu trong thị trường dưới chuẩn. Nó có 40 đô-la trong các cuộc đặt cược vào các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn trên mỗi đô-la vốn họ nắm giữ chống lại những cuộc cá cược này. Câu hỏi không phải là Bear Stearns có thể thất bại như thế nào mà là nó có thể sống sót như thế nào.

Kết thúc bài phát biểu ngắn và quay trở lại ghế của mình, Steve Eisman đi qua Bill Miller và vỗ nhẹ vào lưng anh ta, ra vẻ rất cảm thông. Trong phần hỏi và trả lời ngắn gọn sau đó, Miller chỉ ra mức độ thiếu chắn chắn của việc Bear Stearns thất bại, bởi cho đến nay, các ngân hàng đầu tư lớn ở Phố Wall chỉ thất bại khi họ bị bắt trong các hoạt động tội phạm. Eisman buột miệng nói, "Mới chỉ 10 giờ 5 phút. Hãy cho nó thêm thời gian." Nếu không kể việc này thì anh nhìn chung rất lịch sự. Ở phía sau căn phòng, Vinny và Danny cảm thấy vừa nhẹ nhõm vừa thất vọng sau khi một cơn lốc đã bỏ qua thành phố lớn này trong gang tấc.

Không phải Eisman phá vỡ không khí trong phòng, mà là một đứa trẻ nào đó ở phía sau. Anh ta nhìn như thể mới 20 tuổi, và anh, giống như những người khác, cắm cúi vào chiếc điện thoại của mình trong suốt thời gian Miller và Eisman nói chuyện. "Ngài Miller," anh nói. "Từ lúc ngài bắt đầu nói, cổ phiếu của Bear Stearns đã giảm hơn 20 điểm. Ngài sẽ mua thêm bây giờ chứ?"

Miller sững sờ. "Ông ta rõ ràng không biết những gì đã xảy ra," Vinny nói. "Ông ta nói, 'Vâng, chắc chắn rồi, tôi sẽ mua thêm ngay tại đây.'"

Sau đó, những người đàn ông trong phòng vội vã lao ra lối ra, rõ ràng để bán cổ phiếu của họ ở Bear Stearns. Cùng lúc đó, Alan Greenspan đã đến để phát biểu, nhưng hầu như không còn bất cứ ai nghe những gì ông ta phải nói. Khán giả đã biến mất. Vào thứ 2, tất nhiên, Bear Stearns cũng biến mất, và được bán cho J.P. Morgan với giá 2 đô-la một cổ phiếu.

Những người đi lên khỏi đường hầm ở góc phía đông bắc của Đại lộ Madison và Phố 47 lúc 6 giờ 40 phút mỗi sáng tiết lộ rất nhiều điều về bản thân họ, nếu bạn biết mình cần tìm kiếm gì. Ví dụ, bất cứ ai ở khu vực đó vào thời gian đó đều có thể làm việc ở Phố Wall. Những người ra khỏi các đường hầm xung quanh Nhà ga Penn, nơi chuyến tàu của Vincent Daniel đến vào chính xác thời gian đó, lại không dễ đoán. "Chuyến tàu sáng của Vinny chỉ có 55% là dân tài chính, bởi đó là nơi các công nhân xây dựng đi vào," Danny Moses nói. "Chuyến tàu của tôi thì có 95%." Đối với những người chưa qua đào tạo, những người ở Phố Wall đi từ những vùng ngoại ô Connecticut đến Grand Central là đám đông rất khó phân biệt được, nhưng Danny chú ý thấy rất nhiều điểm khác biệt nhỏ nhưng quan trọng trong đám đông đó. Nếu họ dùng BlackBerry, họ có thể là những gã đến từ các quỹ phòng hộ, đang kiểm tra lãi lỗ ở các thị trường châu Á. Nếu ngủ trên tàu, họ có thể thuộc bên bán – các nhà môi giới, những người không chịu bất cứ rủi ro nào. Bất cứ ai mang một chiếc cặp hoặc túi có thể không phải là nhân viên bên bán, vì một lý do duy nhất đó là họ mang theo túi để đựng các nghiên cứu môi giới, và những nhà môi giới không bao giờ đọc các bản báo cáo của chính họ – ít nhất là trong thời gian rảnh. Bất cứ ai cầm theo một tờ New York Times có thể là một luật sư, một nhân viên văn phòng, hay bất cứ ai làm việc trong các thị trường tài chính mà không thực sự ở trong các thị trường.

Quần áo của họ cũng cho bạn biết rất nhiều điều. Những gã quản lý tiền tệ thường ăn vận như thể họ chuẩn bị đến một trận đấu của đội Yankees. Hoạt động tài chính của họ được cho là tất cả những gì quan trọng về họ, và vì vậy nó gây ra nghi ngờ nếu họ ăn vận quá đẹp. Nếu bạn thấy một gã thuộc bên mua mặc một bộ com-lê, điều đó thường có nghĩa là anh ta đang gặp rắc rối, hay đang lên kế hoạch gặp gỡ ai đó có thể mang lại tiền cho anh ta, hoặc cả hai. Ngoài ra, thật khó đoán về một người thuộc bên mua qua những gì anh ta đang mặc. Mặt khác, bên bán lại như đang đeo danh thiếp của họ: Anh chàng mặc blazer, quần kaki là một nhà môi giới tại một công ty hạng hai; anh chàng mặc bộ com-lê 3.000 đô-la và mái tóc bóng mượt là một nhân viên ngân hàng đầu tư ở J.P. Morgan hoặc nơi tương tự như thế. Danny có thể đoán nơi làm việc của mọi người qua vị trí họ ngồi trên tàu. Những người ở Goldman Sachs, Deutsche Bank,

và Merrill Lynch hướng đến phía dưới thành phố thì chen lên phía trước – mặc dù khi Danny nghĩ về điều đó, hiếm có ai ở Goldman đi tàu. Tất cả họ đều có ô tô riêng. Những gã làm việc ở các quỹ phòng hộ như chính anh thường làm việc ở khu phố trên, và vì thế rời Grand Central để đi lên phía bắc, nơi tràn ngập các loại taxi. Những người ở Lehman và Bear Stearns đã từng hướng tới cùng một lối ra như anh giờ không còn nữa. Đó là một lý do giải thích tại sao, vào ngày 18 tháng 9 năm 2008, số người có mặt ở góc đông bắc giao giữa Phố 47 và Đại lộ Madison vào lúc 6 giờ 40 phút sáng không nhiều như vào ngày 18 tháng 9 năm 2007.

Danny quan sát thấy rất nhiều thứ nhỏ nhặt về người đồng nghiệp trong lĩnh vực tài chính của mình – theo một cách nào đấy, đó cũng là công việc của anh. Quan sát những thứ nhỏ nhặt. Eisman luôn có cái nhìn đại cục. Vinny là một nhà phân tích. Danny, nhân viên giao dịch đứng đầu, chính là tai mắt của họ trong thị trường này. Nguồn của họ cho loại thông tin không bao giờ được phát sóng hay ghi chép lại: những tin đồn, các hành vi của những nhà môi giới bên bán, các mô hình trên màn hình. Công việc của anh là chú ý đến từng chi tiết, nắm bắt nhanh chóng các con số – và tránh bị lừa.

Vì thế anh để 5 màn hình máy tính trên bàn làm việc của mình. Một cái cập nhật tin tức liên tục, một cái cho thấy mọi dao động từng giây trong danh mục đầu tư, ba cái còn lại cho thấy mọi cuộc trò chuyện của Danny với khoảng 40 nhà môi giới Phố Wall và các nhà đầu tư đồng sự. Hộp thư đến của anh có khoảng 33.000 tin nhắn/tháng. Đối với người ngoài cuộc, khối lượng khổng lồ những chi tiết nhỏ nhặt về thị trường tài chính như thế này có thể sẽ gây mất phương hướng. Đối với anh, chúng đều có thể hiểu được. Danny luôn chú ý đến tiểu tiết.

Tuy nhiên, đến thứ 5, ngày 18 tháng 9 năm 2008, bức tranh toàn cảnh đã phát triển không ổn định đến mức các tiểu tiết trở nên lộn xộn, thiếu mạch lạc. Vào thứ 2, Lehman Brothers đã nộp đơn xin phá sản; Merrill Lynch thông báo thua lỗ 55,2 tỉ đô-la trên các CDO được đảm bảo bằng trái phiếu dưới chuẩn và được bán cho Bank of America. Thị trường cổ phiếu Mỹ trải qua đợt suy giảm mạnh nhất kể từ ngày đầu tiên giao dịch sau cuộc tấn công vào Trung tâm Thương mại Thế giới. Vào thứ Ba, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ thông báo đã cho AIG vay 85 tỉ đô-la, để trả hết các khoản thua lỗ liên quan đến các hợp đồng hoán đổi nợ xấu dưới chuẩn mà AIG đã bán cho các ngân hàng Phố Wall – trong đó lớn nhất là 13,9 tỉ đô-la AIG nợ Goldman Sachs. Khi thêm 8,4 tỉ đô-la tiền mặt mà AIG đã trả cho Goldman dưới dạng tài sản thế chấp, Goldman đã chuyển hơn 20 tỉ đô-la rủi ro trái phiếu thế chấp dưới chuẩn sang cho công ty bảo hiểm này, thứ mà đang được trang trải bởi thuế của những người dân Mỹ bằng cách này hay cách khác. Chỉ riêng sự thật này đã đủ để khiến tất cả mọi người ngay lập tức tự hỏi rằng có bao nhiêu thứ này ở ngoài kia và ai là người sở hữu chúng.

Cục Dự trữ Liên bang và Bộ Tài chính đang làm hết sức mình để trấn an các nhà đầu tư, nhưng đến thứ Tư, rõ ràng không ai có thể bình tĩnh. Một quỹ thị trường tiền tệ mang tên Reserve Primary Fund công bố rằng nó đã bị lỗ lớn ở các khoản cho vay ngắn hạn cho Lehman Brothers đến mức các nhà đầu tư của nó khó có thể rút được tất cả tiền về, và đã đóng băng khả năng rút vốn. Thị trường tiền tệ không phải là tiền mặt – họ trả lãi, và do đó chịu rủi ro – nhưng cho đến tận thời điểm đó, người ta vẫn coi chúng là tiền mặt. Bạn thậm chí không thể tin tưởng chính tiền mặt của mình. Tất cả các doanh nghiệp trên toàn thế giới bắt đầu rút mạnh tiền của họ khỏi các quỹ thị trường tiền tệ, và lãi suất ngắn hạn đạt mức tăng chưa từng có trong lịch sử. Chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones đã giảm 449 điểm, chạm mức thấp nhất trong 4 năm, và hầu hết tin tức làm xáo trộn thị trường không đến từ khu vực tư nhân mà từ các quan chức chính phủ. Vào lúc 6 giờ 50 phút sáng thứ Năm, khi Danny đến, anh biết được rằng Bộ trưởng Tài chính Anh đang cân nhắc việc cấm bán khống – một hành động mà, trong rất nhiều thứ khác, sẽ đưa ngành công nghiệp quỹ phòng hộ ra khỏi thị trường – nhưng đó không phải là nguồn cơn dẫn đến những gì đang xảy ra bây giờ. "Tất cả điều tồi tệ đều đang xảy ra theo một cách mà tôi chưa từng thấy trong sự nghiệp của mình," Danny nói.

FrontPoint được đặt ở vị trí hoàn hảo cho chính xác thời điểm này. Theo thỏa thuận với các nhà đầu tư, quỹ của họ có thể bán khống ròng 25% hoặc mua ròng 50% thị trường cổ phiếu, và tổng các vị thế không vượt quá 200%. Ví dụ, với mỗi 100 triệu đô-la họ phải đầu tư, họ có thể bán khống ròng 25 triệu đô-la hay mua ròng 50 triệu đô-la, và tổng các cuộc đặt cược này không được vượt quá 200 triệu đô-la. Không có gì trong thỏa thuận nói về các hợp đồng hoán đổi nợ xấu, nhưng điều đó không còn quan trọng nữa. Họ đã bán hợp đồng cuối cùng của họ lại cho Greg Lippmann 2 tháng trước, vào đầu tháng 7. Họ bây giờ quay trở lại chỉ với tư cách là các nhà đầu tư thị trường cổ phiếu.

Thời điểm đó, họ bán khống gần như tất cả những gì họ được phép bán khống, và tất cả các cuộc đặt cược của họ đều chống lại các ngân hàng, chính các công ty đang sụp đổ nhanh nhất: một vài phút sau khi thị trường mở cửa, họ đã tăng được 10 triệu đô-la. Các cuộc bán khống đang giảm, các cuộc mua – chủ yếu các ngân hàng nhỏ hơn bị xóa sổ khỏi thị trường dưới chuẩn – bị sụt giảm ít hơn. Danny lẽ ra nên phấn khởi: Mọi thứ họ nghĩ có thể diễn ra đều đang diễn ra. Tuy nhiên, anh không lấy gì làm vui mừng, mà trái lại rất lo lắng. Vào lúc 10 giờ 30 phút, một giờ sau khi bắt đầu giờ giao dịch, mọi cổ phiếu tài chính đều rơi tự do, cho dù nó xứng đáng bị như vậy hay không. "Tất cả thông tin này đều truyền qua tôi," anh nói. "Tôi phải biết làm thế nào để truyền tải thông tin. Các mức giá đang chuyển dịch quá nhanh đến mức tôi không thể có được một mức giá cố định. Nó giống như một cái hố đen. Một vực thẳm."

Đã 4 ngày kể từ khi Lehman Brothers được cho phép thất bại, nhưng bây giờ người ta mới đang cảm nhận được những ảnh hưởng mạnh mẽ nhất của cuộc sụp đổ đó. Cổ phiếu của Morgan Stanley và Goldman Sachs đang được bơm đầy, và rõ ràng rằng chỉ có Chính phủ Mỹ mới có thể cứu chúng. "Nó tương đương với một trận động đất," anh nói, "và sau đó, khá lâu sau đó, sóng thần ập đến." Cuộc đời giao dịch của Danny là cuộc chiến giữa người với người, nhưng điều này giống như cuộc chiến giữa người với tự nhiên: CDO tổng hợp trở thành một thảm họa tự nhiên tổng hợp. "Thường thì, bạn cảm thấy mình có khả năng kiểm soát môi trường của bạn," Danny nói. "Bạn ổn bởi bạn biết điều gì đang diễn ra. Bây giờ những gì tôi biết không còn quan trọng. Cảm xúc đã tan biến."

FrontPoint có khoảng 70 khoản đặt cược khác nhau vào các thị trường cổ phiếu khác nhau trên toàn thế giới. Tất cả đều đặt cược vào các tổ chức tài chính. Anh nỗ lực để hiểu và kiểm soát tất cả, nhưng không thể. Họ sở hữu cổ phần ở KeyBank và đang bán khống cổ phần của Bank of America, cả hai đều đang làm những việc họ chưa bao giờ làm trước đó. "Không có lời chào mua cho bất cứ thứ gì trong thị trường," Danny nói. "Không có thị trường. Thực sự chỉ khi đó tôi mới nhận ra một vấn đề lớn hơn cả danh mục đầu tư của chúng tôi. Các yếu tố cơ bản không còn quan trọng. Cổ phiếu sẽ lên xuống dựa trên cảm xúc và suy đoán thuần túy về những gì chính phủ sẽ làm." Suy nghĩ đáng lo ngại nhất cứ dồn dập trong tâm trí anh chính là việc Morgan Stanley sắp sụp đổ. Họ hầu như không có liên quan với Morgan Stanley, và không hề cảm thấy gần gũi với nơi này. Họ không hành động hoặc có cảm nhận như các nhân viên Morgan Stanley – Eisman thường nói anh rất mong muốn được phép bán khống cổ phiếu của Morgan Stanley. Họ hành động và cảm nhận như các nhà quản lý quỹ riêng của họ. Tuy nhiên, nếu Morgan Stanley sụp đổ, cổ phần của nó trong quỹ của họ chắc chắn sẽ bị coi như một tài sản trong quá trình phá sản. "Tôi nghĩ, Chúng ta đã có được thế giới nhưng công ty chúng ta đang làm việc lại sắp phá sản ư?"

Sau đó Danny cảm thấy bản thân anh có thứ gì đó sai lầm nghiêm trọng. Chỉ trước 11 giờ sáng, những đường màu đen gợn sóng xuất hiện trong khoảng không giữa mắt anh và màn hình máy tính. Màn hình có vẻ chập chờn. "Tôi cảm thấy một cơn đau nhói trong đầu mình," anh nói. "Tôi không bị đau đầu. Tôi nghĩ mình mắc chứng phình động mạch." Bây giờ anh đã hiểu được trái tim mình – anh nhìn xuống và có thể thấy nó đang đập mạnh. "Tôi dành cả buổi sáng cố gắng kiểm soát tất cả năng lượng này và tất cả những thông tin này," anh nói, "và tôi mất kiểm soát."

Anh đã từng có trải nghiệm này chỉ một lần trước đó. Vào ngày 11 tháng 9 năm 2001, lúc 8 giờ 46 phút sáng, anh đang ngồi tại bàn làm việc ở tầng trên cùng của Trung tâm Tài chính Thế

giới. Một ai đó nói với anh rằng một máy bay chở người đã đâm vào Tháp Bắc. Anh bước đến gần cửa sổ và nhìn lên tòa nhà bên kia đường. Một chiếc máy bay chở người loại nhỏ không đủ sức gây ra thiệt hại nặng đến vậy, và anh kỳ vọng sẽ thấy nó xuyên mũi qua bên kia tòa nhà. Tất cả những gì anh có thể nhìn thấy chỉ là một hố đen và khói. “Suy nghĩ đầu tiên của tôi là, Đó không phải một tai nạn. Không đời nào.” Anh vẫn đang làm việc tại Oppenheimer and Co. – Steve và Vinny đã rời đi – và một giọng nói nghe có vẻ có uy quyền trên loa thông báo rằng không ai được phép rời khỏi tòa nhà. Danny vẫn đứng ở cửa sổ. “Đó là khi mọi người bắt đầu nhảy,” anh nói. “Người đang rơi xuống.” “Khi chiếc máy bay thứ hai đâm vào, tôi giống như, ‘Tạm biệt tất cả mọi người.’” Đến khi anh đến thang máy, anh thấy mình phải dìu 2 phụ nữ mang thai. Anh đưa họ lên khu phố trên, đưa một người về căn hộ của cô trên Phố 14 và một người về Khách sạn Plaza, và sau đó đi bộ về nhà với người vợ đang mang bầu ở phố 72.

Bốn ngày sau đó anh rời đi, hay đúng hơn là chạy trốn, khỏi thành phố New York với vợ và cậu con trai nhỏ của mình. Khi họ đang ở trên đường cao tốc vào ban đêm, ở giữa tâm bão, thì bỗng anh cảm thấy chắc chắn rằng một cái cây sắp đổ sập và nghiền nát xe anh. Anh bắt đầu run rẩy và đổ mồ hôi vì sợ hãi. Những cái cây đang cách xe anh 50 thước: Chúng không bao giờ có thể chạm được vào xe của anh. “Anh cần gặp một ai đó,” vợ anh nói, và anh đã làm vậy. Anh đã nghĩ tim anh có vấn đề, và dành nửa ngày nối với máy đo điện tâm đồ. Việc mất kiểm soát bản thân khiến anh cảm thấy xấu hổ – anh không thích nói về nó – và anh cảm thấy cực kỳ nhẹ nhõm khi các cơn đau ít thường xuyên và ít nghiêm trọng hơn. Cuối cùng, một vài tháng sau vụ tấn công khủng bố, chúng biến mất hoàn toàn.

Vào ngày 18 tháng 9 năm 2008, anh đã không thể kết nối được cảm nhận của bản thân lúc đó và bây giờ. Anh rời khỏi bàn và tìm kiếm một ai đó. Eisman thường ngồi đối diện với anh, nhưng Eisman đang ra ngoài để dự hội nghị huy động vốn nào đó – điều cho thấy họ đều không có sự chuẩn bị cho khoảng khắc sắp tới mà họ nghĩ mình đã được chuẩn bị một cách hoàn hảo. Danny quay sang người đồng nghiệp bên cạnh mình. “Porter, tôi nghĩ tôi đang bị đau tim,” anh nói.

Porter Collins cười và nói, “Không, không thể nào.” Sự nghiệp vận động viên chèo thuyền ở Olympic đã để lại cho Porter Collins chút quen thuộc với nỗi đau của những người khác, bởi anh cho rằng họ thường không biết đau đớn là gì.

“Không,” Danny nói. “Tôi cần phải đến bệnh viện.” Mặt anh tái đi nhưng chân vẫn đứng vững. Nó có thể xấu đi đến mức nào chứ? Danny luôn có chút thất thường.

“Đó là lý do tại sao anh ấy làm tốt công việc của mình,” Porter nói. “Tôi liên tục nói, ‘Anh không

bị đau tim đâu.’ Sau đó anh ấy không nói gì. Và tôi nói, ‘Được rồi, có thể anh bị.’” Danny loạng choạng quay sang Vinny, người đang quan sát mọi thứ ở cuối chiếc bàn giao dịch dài và đang nghĩ đến việc gọi cứu thương.

“Tôi phải ra khỏi đây. Ngay bây giờ,” anh nói.

Cuộc đặt cược của Cornwall Capital chống lại các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn đã tăng gấp 4 lần số vốn của nó, từ hơn 30 triệu đô-la lên 135 triệu đô-la, nhưng 3 người sáng lập của nó không bao giờ có được thời khắc ăn mừng. “Chúng tôi tập trung vào câu hỏi, chúng tôi có thể đặt tiền ở đâu thì an toàn?” Ben Hockett nói. Trước đó, họ không có tiền. Hiện họ rất giàu có; nhưng họ sợ không thể bảo vệ được tài sản của mình. Họ thực sự dành thời gian tự hỏi làm sao để những người đã đúng một cách kỳ lạ có thể bảo toàn được sự dè dặt, nghi ngờ và không chắc chắn, những thứ đã khiến họ trở nên đúng đắn. Bạn càng chắc chắn về bản thân và các phán đoán của mình, bạn càng khó tìm ra những cơ hội mà xuất phát từ quan điểm rằng bạn cuối cùng có thể sai.

Theo một cách kỳ lạ, cuộc đặt cược khó thắng là trò chơi của người trẻ tuổi. Charlie Ledley và Jamie Mai không còn cảm thấy hay hành động như thời còn trẻ. Charlie bây giờ phải chịu đựng chứng đau nửa đầu, và héo mòn vì những gì có thể xảy ra tiếp theo. “Tôi nghĩ có một thứ gì đó về cơ bản có vẻ đáng sợ liên quan đến sự dân chủ của chúng tôi,” Charlie nói. “Bởi tôi nghĩ mọi người đều cảm thấy hệ thống này bị gian lận, và nó thật khó để tranh cãi rằng không phải vậy.” Anh và Jamie dành rất nhiều thời gian và năng lượng để nghĩ cách tấn công lại những gì họ cho là một hệ thống tài chính cực kỳ thối nát. Ví dụ, họ đưa ra kế hoạch trả thù các cơ quan xếp hạng. Họ hình thành một thực thể pháp lý phi lợi nhuận có mục đích duy nhất là kiện Moody’s và S&P, đồng thời quyên tặng số tiền thu được cho các nhà đầu tư đã bị mất tiền khi đầu tư vào chứng khoán xếp hạng AAA.

Như Jamie nói, “Kế hoạch của chúng tôi là gặp gỡ các nhà đầu tư và nói, ‘Các anh không biết các anh đã bị đối xử tồi tệ như thế nào sao. Các anh thực sự cần phải khởi kiện.’” Họ đã có rất nhiều trải nghiệm tồi tệ với các công ty lớn ở Phố Wall, và những người phụ thuộc vào họ để kiếm sống, đến mức họ sợ phải chia sẻ ý tưởng đó với các luật sư New York. Họ lái xe đến Portland, Maine, và tìm thấy một công ty luật lắng nghe họ. “Họ nói giống như, ‘Các anh điên rồi,’” Charlie nói. Các luật sư Maine nói với họ rằng, việc khởi kiện các cơ quan xếp hạng vì sự thiếu chính xác trong các xếp hạng của họ sẽ chẳng khác nào việc kiện tạp chí Motor Trend vì đã quảng cáo cho một chiếc xe mà cuối cùng đã bị tai nạn.

Charlie biết một sử gia nổi tiếng chuyên về các cuộc khủng hoảng tài chính, một cựu giáo sư

của anh, và đã gọi điện cho ông. “Những cuộc điện thoại này thường diễn ra vào lúc đêm muộn,” sử gia nọ, người không muốn tiết lộ danh tính, chia sẻ. “Và họ nói chuyện khá lâu. Tôi nhớ anh ấy đã bắt đầu bằng cách hỏi. ‘Ngài có biết một CDO mezzanine là gì không?’ Và anh ấy bắt đầu giải thích cho tôi cơ chế hoạt động của chúng”: các ngân hàng đầu tư Phố Wall đã lừa các cơ quan xếp hạng để họ phù phép cho những khoản vay không hấp dẫn bằng cách nào; việc này đã kích thích hoạt động cho người dân thường Mỹ vay hàng nghìn tỉ đô-la bằng cách nào; những người dân thường Mỹ đã tuân thủ một cách vui vẻ và nói dối những điều họ cần nói để có được các khoản vay ra làm sao; cỗ máy biến các khoản vay này thành các loại chứng khoán được cho là không rủi ro đã trở nên phức tạp đến mức các nhà đầu tư đã từ bỏ việc đánh giá rủi ro như thế nào; sao vấn đề lại trở nên lớn đến mức cái kết gắn liền với một trận đại hồng thủy và kéo theo những hệ quả chính trị và xã hội to lớn. “Anh ta muốn nói chuyện dựa trên các lập luận của anh ta,” sử gia nọ nói, “và xem liệu tôi có coi anh ta là một kẻ điên hay không. Anh ta hỏi liệu Cục Dự trữ Liên bang có bao giờ mua các loại thế chấp không, và theo tôi, điều này khó có thể xảy ra. Đó sẽ là một tai họa lớn đối với Cục Dự trữ Liên bang nếu họ từng cân nhắc làm vậy.” Điều khiến sử gia tài chính này ấn tượng, ngoài các sự kiện đáng báo động của tình huống này, đó là… ông lần đầu tiên nghe chúng từ Charlie Ledley. “Tôi đã từng nghĩ Charlie Ledley sẽ lường trước được cuộc khủng hoảng tài chính lớn nhất kể từ cuộc Đại suy thoái không ư?” ông nói. “Không.” Đó không phải bởi Charlie ngốc nghếch; còn lâu mới vậy. Đó là vì Charlie không phải người thích tiền. “Anh ta không phải là người theo chủ nghĩa vật chất theo bất kỳ cách rõ ràng nào,” vị giáo sư nói. “Anh ấy không bao giờ bị đồng tiền điều khiển. Anh ấy sẽ tức giận. Anh sẽ coi đó là việc cá nhân.”

Mặc dù vậy, vào sáng ngày 18 tháng 9 năm 2008, Charlie Ledley vẫn có khả năng bị bất ngờ. Anh và Jamie không thường ngồi trước màn hình Bloomberg và xem tin tức cập nhật, nhưng họ đã làm vậy vào thứ Tư, ngày 17. Những thua lỗ về trái phiếu thế chấp dưới chuẩn được các công ty lớn Phố Wall thông báo đã dần trở nên khổng lồ và tiếp tục gia tăng. Merrill Lynch, đã bắt đầu bằng cách nói họ đã thua lỗ 7 tỉ đô-la, giờ thừa nhận con số này vượt quá 50 tỉ đô-la. Citigroup mất khoảng 60 tỉ đô-la. Morgan Stanley bị mất hơn 9 tỉ đô-la, và ai mà biết được những gì ẩn đằng sau đó. “Chúng tôi đã diễn giải sai những gì đang diễn ra,” Charlie nói. “Chúng tôi luôn cho rằng họ đã bán các CDO xếp hạng AAA cho, giả dụ, Hiệp hội Nông dân Hàn Quốc. Cách tất cả bọn họ đang nổ tung ngụ ý rằng họ đã không làm như vậy. Họ giữ nó cho riêng bản thân.”

Các công ty lớn Phố Wall, có vẻ rất thông minh và tư lợi, bằng cách nào đó đã trở thành những kẻ ngu ngốc về tiền bạc. Những người điều hành chúng không thực sự hiểu ngành kinh doanh

của mình, và các cơ quan quản lý của họ rõ ràng còn biết ít hơn. Charlie và Jamie luôn cho rằng có một số người trưởng thành chịu trách nhiệm về hệ thống tài chính mà họ chưa bao giờ gặp mặt; bây giờ, họ biết rằng không có những người như vậy. "Chúng tôi không bao giờ ở trong bụng một con thú," Charlie nói. "Chúng tôi thấy các xác người đang được mang ra. Nhưng chúng tôi chưa bao giờ ở bên trong." Một tiêu đề bản tin Bloomberg News đập vào mắt Jamie, và luẩn quẩn trong tâm trí anh: "Lãnh đạo đa số Thượng viện trong cơn khủng hoảng: Không ai biết phải làm gì."

Ban đầu, rất lâu trước khi những người khác can thiệp vào thế giới quan của anh, Michael Burry đã lưu ý rằng thật không tốt khi biến danh mục đầu tư của mình thành một cuộc đặt cược vào sự sụp đổ của hệ thống tài chính. Mãi cho đến khi anh trở nên giàu có nhờ sự sụp đổ đó, anh mới bắt đầu tự hỏi về các khía cạnh xã hội trong chiến lược tài chính của mình – và băn khoăn rằng một ngày nào đó, liệu cách nhìn của những người khác về anh có bị bóp méo như cách nhìn của họ về hệ thống tài chính hay không. Vào ngày 19 tháng 6 năm 2008, 3 tháng sau cái chết của Bear Stearns, Ralph Cioffi và Matthew Tannin, hai gã điều hành các quỹ phòng hộ dưới chuẩn bị phá sản của Bear Stearns đã bị FBI bắt và bị còng tay dẫn ra khỏi nhà riêng của họ. Đêm muộn hôm đó, Burry đã gửi nhanh một e-mail cho luật sư riêng của mình, Steve Druskin. "Đối với riêng tôi, đây là trường hợp khá căng thẳng. Tôi sợ rằng mình đủ nhẹ dạ để gửi đi những e-mail mà có khả năng bị xuyên tạc theo cách khiến tôi gặp rắc rối, ngay cả khi những hành động và kết quả cuối cùng của tôi đều chuẩn xác… Tôi không thể tưởng tượng được mình cuối cùng sẽ phải vào tù, dù không làm gì sai ngoài chút bất cẩn vì đã không sàng lọc những suy nghĩ ngẫu nhiên của tôi trong những thời điểm khó khăn ra khỏi những gì tôi viết trong e-mail. Thực tế, tôi cảm thấy lo đến mức tối đó tôi đã nghĩ đến việc đóng các quỹ."

Bây giờ anh đang tìm kiếm lý do để từ bỏ việc quản lý tài chính. Các nhà đầu tư của anh đang giúp anh tìm ra chúng: Anh đã kiếm cho họ rất nhiều tiền, nhưng họ có vẻ không cảm thấy như thế là đủ bù lại việc anh đã dẫn dắt họ trong 3 năm qua. Vào ngày 30 tháng 6 năm 2008, bất cứ nhà đầu tư nào gắn bó với Scion Capital từ khi nó thành lập, vào ngày 1 tháng 11 năm 2000, đều kiếm được lợi nhuận lên đến 489,34% sau khi trừ đi mọi khoản phí và chi phí. (Tổng lợi nhuận của quỹ là 726%.) So với cùng kỳ, chỉ số S&P 500 chỉ đem lại hơn 2% một chút. Riêng năm 2007, Burry đã kiếm cho các nhà đầu tư của anh 750 triệu đô-la – nhưng bây giờ anh chỉ quản lý 600 triệu đô-la. Các nhà đầu tư liên tục đòi tiền về. Không có nhà đầu tư mới nào gọi đến – không một ai. Không ai gọi điện cho anh để hỏi về cách anh nhìn thế giới hay các dự đoán về tương lai của anh. Anh nhận thấy, cho đến thời điểm đó, không ai có vẻ muốn biết anh đã thực hiện những việc trước đây như thế nào. "Chúng tôi đã không được nhiều người biết

đến," anh viết.

Anh thấy rất tức giận khi những người có danh tiếng nhờ hiểu biết nhiều hơn lại là những người đã dành hầu hết thời gian để nịnh đầm giới truyền thông. Không có ngành kinh doanh nào khách quan hơn ngành quản lý tiền tệ, nhưng ngay cả trong ngành kinh doanh này, sự thật và tính hợp lý đã bị lấn át bởi khía cạnh xã hội mù mờ của sự vật, sự việc. "Tôi phải nói rằng tôi cảm thấy vô cùng ngạc nhiên trước số lượng người hiện đang nói rằng họ đã thấy được cuộc khủng hoảng dưới chuẩn, sự bùng nổ hàng hóa và nền kinh tế mờ nhạt đang tới," Burry viết, vào tháng 4 năm 2008, cho những nhà đầu tư còn sót lại của mình. "Và nếu họ không nói dài dòng về nó, họ làm điều đó bằng cách xuất hiện trên truyền hình hay trả lời phỏng vấn với báo chí, lớn tiếng thể hiện sự tự tin của họ vào những gì sẽ xảy ra tiếp theo. Và chắc chắn, những người này sẽ không bao giờ có can đảm nói với bạn những gì đang xảy ra tiếp theo nếu họ đã sai lầm lớn về những gì đã xảy ra trước đó, phải vậy không? Tuy nhiên, tôi không nhớ rằng có nhiều người đã đồng tình với tôi vào thời điểm trước đó." Một tờ tạp chí thương mại đã công bố 75 quỹ phòng hộ hàng đầu năm 2007, và không có Scion trong đó – mặc dù lợi nhuận của nó đưa nó đến gần như vị trí dẫn đầu. "Nó giống như việc họ đã loại một vận động viên bơi lội tại Thế Vận hội và để anh bơi ở bể riêng," Burry nói. "Anh đã về nhất. Nhưng anh không nhận được huy chương. Tôi thành thật nghĩ rằng đó là những gì đã giết chết nó trong tôi. Tôi đang tìm kiếm sự ghi nhận nào đó. Không có bất cứ ghi nhận nào. Tôi được đào tạo để tham gia Thế Vận hội, và sau đó họ bắt tôi ra và bơi ở bể bơi thiếu sự tranh đấu." Một số nhà đầu tư còn sót lại của anh đã hỏi tại sao anh không tích cực hơn với hoạt động PR – như thế đó là một phần công việc!

Vào đầu tháng 10 tháng 2008, sau khi chính phủ Mỹ đã lên tiếng chịu mọi thiệt hại trong hệ thống tài chính và ngăn chặn bất kỳ công ty lớn Phố Wall nào khỏi việc sụp đổ, Burry đã nhiệt tình mua cổ phiếu lần đầu tiên trong nhiều năm. Sự kích thích chắc chắn dẫn đến lạm phát, anh nghĩ, nhưng cũng dẫn đến sự bùng nổ về giá cổ phiếu. Tất nhiên, anh có thể bị sớm và cổ phiếu có thể giảm một ít trước khi tăng, nhưng điều đó không quan trọng với anh: Giá trị giờ đã ở đó, và cuộc đặt cược sẽ đem lại kết quả trong dài hạn. Ngay lập tức, nhà đầu tư lớn nhất còn sót lại, sở hữu 150 triệu đô-la trong quỹ, đặt câu hỏi về nhận định của anh và dọa sẽ rút tiền khỏi quỹ.

Vào ngày 27 tháng 10, Burry viết cho một trong hai người bạn qua e-mail: "Tôi chắc chắn sẽ bán toàn bộ các vị thế vào tối nay. Tôi nghĩ mình đã chạm đến điểm tới hạn. Tôi vẫn chưa ăn uống gì ngày hôm nay, không ngủ, không nói chuyện với vợ con tôi, tôi đang sụp đổ. Căn bệnh Asperger's đã mang đến cho tôi những món quà tuyệt vời, nhưng cuộc sống lại quá khó khăn trong quá lâu cũng bởi vì căn bệnh đó." Vào một buổi chiều ngày thứ 6, đầu tháng 11, anh cảm

thấy đau ngực và được chuyển đến phòng cấp cứu. Huyết áp của anh tăng vọt. “Tôi cảm thấy mình sắp chết,” anh viết. Một tuần sau đó, vào ngày 12 tháng 11, anh đã gửi bức thư cuối cùng cho các nhà đầu tư. “Tôi đã nhiều lần bị đẩy đến bờ vực bởi chính những hành động của mình, những nhà đầu tư của quỹ, những đối tác kinh doanh, và thậm chí cả những nhân viên trước đây,” anh viết. “Tôi đã luôn có thể thu mình lại và tiếp tục mối quan hệ căng thẳng quá mức thường xuyên với ngành kinh doanh này. Tuy nhiên, giờ đây, tôi đang đối mặt với những vấn đề cá nhân rõ ràng đã vượt quá sức chịu đựng của tôi, và tôi đã nhận thức được rằng tôi phải đóng Quỹ.” Cùng với bức thư đó, anh đã biến mất, khiến rất nhiều người tự hỏi điều gì đã xảy ra.

Anh đã đúng, thế giới đã sai, và thế giới ghét anh vì điều đó. Và do đó Michael Burry đã kết thúc ở nơi anh bắt đầu – một mình cùng với sự cô đơn. Anh vẫn ở bên trong văn phòng ở Cupertino, California, đủ rộng cho đội ngũ nhân viên 25 người, nhưng quỹ đã đóng cửa và văn phòng trống không. Người cuối cùng đi ra là Steve Druskin, và những hành động cuối cùng của Druskin là tìm ra cách xử lý các hợp đồng hoán đổi nợ xấu cho các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn của Michael Burry. “Mike giữ lại một vài hợp đồng, chỉ để cho vui,” anh nói. “Chỉ một vài hợp đồng. Để xem liệu chúng tôi có thể được trả đủ hay không.” Và anh đã làm vậy, mặc dù đó không phải là để cho vui mà là để xác minh: chứng minh cho thế giới rằng các trái phiếu điểm đầu tư anh đã đặt cược chống lại hoàn toàn vô giá trị. Hai cuộc đặt cược anh giữ lại đều chống lại các trái phiếu dưới chuẩn được tạo ra vào năm 2005 bởi Lehman Brothers. Chúng đã biến thành con số 0 cùng lúc với nhà sáng tạo ra chúng. Burry đã đặt cược hơn 100.000 đô-la mỗi loại, và kiếm được 5 triệu đô-la.

Từ quan điểm của một luật sư đang đóng cửa một quỹ đầu tư, thì vấn đề là những hợp đồng kỳ lạ này không hết hạn cho đến tận năm 2035. Các nhà môi giới từ lâu đã thanh toán đầy đủ cho họ: 100 xu/đô-la. Không có công ty Phố Wall nào thậm chí quan tâm đến việc gửi báo giá về những thứ đó thêm nữa. “Tôi không nhận được báo cáo nào từ một nhà môi giới nói rằng chúng tôi có một vị thế mở với họ,” Druskin nói. “Nhưng chúng tôi có. Nó giống như việc không ai muốn nói thêm về điều này. Nó giống như, ‘Được rồi, anh đã có 10 triệu đô-la. Đừng tiếp tục tra tấn tôi về nó nữa.’”

Ở Phố Wall, các luật sư đóng vai trò như các nhân viên y tế trong chiến tranh: Họ đến sau khi giao tranh kết thúc để dọn dẹp đống lộn xộn. Các hợp đồng 30 năm với một số rủi ro trả nợ – chính xác rủi ro này là gì thì anh vẫn đang cố gắng xác định – chính là đống hỗn độn cuối cùng của Michael Burry. “Có thể các nhà môi giới đã ném các hợp đồng này đi,” Druskin nói. “3 năm trước, không ai về phía môi giới nghĩ điều này sẽ xảy ra. Vì thế không ai được huấn luyện để

đối phó với điều này. Chúng tôi đã nói khá nhiều rằng, ‘Chúng tôi không kinh doanh nữa.’ Và họ nói, ‘Được thôi.’”

Vào thời điểm cuối thu năm 2007, nhiều người đã thấy rõ rằng Eisman đã đúng, họ đã sai và rằng anh đã trở nên vô cùng giàu có. Anh đã tham gia một hội nghị được tổ chức bởi Merrill Lynch, ngay sau khi họ sa thải CEO, Stan O’Neal, và tiết lộ một khoản lỗ khoảng 20 tỉ đô-la trong 52 tỉ đô-la liên quan đến dưới chuẩn của họ. Ở đó, anh lén tới gặp CFO của Merrill, Jeff Edwards, chính là Jeff Edwards mà Eisman đã chế giễu, vài tháng trước, về các mô hình rủi ro của Merill Lynch. Hiện tại, Eisman nói, “Anh nhớ những gì tôi đã nói về các mô hình rủi ro này của anh chứ? Tôi nghĩ tôi đúng, phải không?” Ngay lập tức và thật ngạc nhiên, anh cảm thấy hối tiếc khi nói ra điều đó. “Tôi cảm thấy tệ khi làm vậy,” Eisman nói. “Thật đáng ghét. Anh ta là một gã tuyệt vời. Anh ta chỉ sai thôi. Tôi không còn là một kẻ yếu. Và tôi phải thể hiện bản thân mình khác đi.”

Vào buổi chiều ngày 18 tháng 9 năm 2008, một Eisman mới, có thể đang cải thiện, thả bộ về phía các cộng sự của mình ở bậc thềm Nhà thờ Thánh Patrick. Anh bước đi rất chậm rãi. Thời tiết tuyệt đẹp – một trong những ngày hiếm hoi mà bầu trời xanh lan tỏa khắp những tòa nhà cao tầng và sưởi ấm tâm hồn. “Chúng tôi chỉ ngồi ở đó,” Danny nói, “nhìn mọi người qua lại.”

Họ ngồi với nhau trên các bậc thang nhà thờ trong khoảng một giờ liền. “Khi ngồi đó, chúng tôi cảm thấy bình thản kỳ lạ,” Danny nói. “Chúng tôi dường như đã tách biệt với toàn bộ thực tại thị trường. Đó là một trạng thái thoát xác. Chúng tôi chỉ ngồi, ngắm nhìn mọi người qua lại và nói về những gì có thể xảy ra tiếp theo. Có bao nhiêu người trong số những người này chuẩn bị mất việc? Ai sẽ thuê những tòa nhà này, sau khi tất cả các công ty Phố Wall sụp đổ?”

Porter Collins nghĩ rằng “thế giới như đang ngừng lại. Chúng tôi đang nhìn vào tất cả mọi người và nói, ‘Những người này hoặc là bị phá hủy hoặc là sắp bị phá hủy.’” Đây là những gì họ đang chờ đợi: sự sụp đổ hoàn toàn.

“Ngành công nghiệp ngân hàng đầu tư đã bị lừa,” Eisman nói 6 tuần trước đó. “Những người này chỉ mới bắt đầu hiểu họ bị lừa như thế nào. Lehman Brothers đã biến mất, Merrill đã đầu hàng, Goldman Sachs và Morgan Stanley chỉ là các ngân hàng đầu tư trong một tuần nữa. Các nhà ngân hàng đầu tư không chỉ bị lừa: Họ còn bị xóa sổ. “Phố Wall đó đã sụp đổ bởi đây là công lý,” Eisman nói. Người duy nhất trong số họ đã vật lộn với vai trò của mình – giống như những gã đã trở nên giàu có nhờ đánh cược chống lại chính xã hội của họ – là Vincent Daniel. “Vinny, đến từ Queens, cần phải nhìn thấy mặt trái của tất cả mọi thứ,” Eisman nói.

Vinny đáp lại, “Cách chúng ta nghĩ về nó, điều chúng ta không thích, đó là, ‘Bằng việc bán khống thị trường này, chúng ta đang tạo ra tính thanh khoản để giữ thị trường tiếp tục hoạt động.’”

“Nó giống như việc vỗ béo một con quái vật,” Eisman nói. “Chúng tôi vỗ béo con quái vật đó cho đến khi nó nổ tung.”

Con quái vật đang phát nổ. Tuy nhiên, trên các đường phố của Manhattan, không có bất kỳ dấu hiệu nào cho thấy có thứ gì đó quan trọng vừa mới xảy ra. Lực lượng có ảnh hưởng đến toàn bộ cuộc sống của họ đã khuất mắt họ. Đó là vấn đề tiền bạc: Những gì mọi người làm với nó đều để lại hậu quả, nhưng chúng tách xa hành động ban đầu đến mức trí óc họ không bao giờ kết nối cái này với cái kia. Những khoản vay lãi suất thấp ban đầu bạn cho những người mà không bao giờ có thể trả chúng vay sẽ trở nên xấu đi không phải ngay lập tức mà là trong 2 năm, khi lãi suất của chúng tăng lên. Các trái phiếu khác nhau bạn tạo ra từ các khoản vay này sẽ trở nên xấu đi không phải ngay khi các khoản vay xấu đi mà là vài tháng sau đó, sau khi rất nhiều ngôi nhà bị tịch thu, rất nhiều công ty phá sản, và rất nhiều tài sản buộc phải bán. Các CDO khác nhau bạn tạo ra từ các trái phiếu sẽ xấu đi không phải ngay lúc đó mà là sau khi một vài người được ủy thác tìm hiểu xem liệu họ có đủ tiền mặt trả nợ hay không. Và rồi chủ sở hữu cuối cùng của CDO nhận được một thông báo nhỏ, Thưa quý ngài, chúng tôi rất tiếc phải thông báo với ngài rằng trái phiếu của ngài không còn tồn tại… Nhưng sự chậm trễ lớn nhất trong tất cả chính là ở đây, trên các con phố. Mất bao lâu để những người đang đi tới đi lui trước Nhà thờ Thánh Patrick này biết những gì vừa mới xảy ra với họ?

Phần kết

Mọi thứ đều tương quan với nhau

John Gutfreund, ông chủ cũ của tôi, đến ăn trưa, và tự hỏi tại sao bất cứ nhà hàng nào cũng xếp chỗ ngồi cạnh nhau cho hai gã đàn ông không có hứng thú chạm vào nhau cho dù là nhỏ nhất.

Khi tôi xuất bản cuốn sách về tài chính những năm 1980, thì tài chính những năm 1980 được cho đang kết thúc. Nhờ thời điểm chính xác đó, tôi đã nhận được danh tiếng mà tôi thấy không xứng đáng. Những bất ổn xã hội bắt nguồn từ sự sụp đổ ngành công nghiệp tiết kiệm và cho vay, sự gia tăng những cuộc sáp nhập thù địch và các vụ mua lại dựa trên vay nợ đã mở đường cho một giai đoạn ngắn tố cáo lẫn nhau. Cũng như hầu hết sinh viên ở Đại học bang Ohio đọc cuốn Liar’s Poker như một quyển sách hướng dẫn, hầu hết những phóng viên phát thanh và truyền hình coi tôi là một kẻ tố cáo. (Geraldo Rivera là một ngoại lệ lớn. Anh đưa tôi vào một chương trình, cùng với một số diễn viên nhí, những người tiếp tục trở thành người nghiện ma túy, có tên gọi “Những người thành công quá sớm trong cuộc đời.”) Cảm xúc chống đối Phố Wall sau đó tăng cao đủ cho Rudolph Giuliani bắt đầu một sự nghiệp chính trị dựa vào chúng, nhưng kết quả giống như một cuộc săn phù thủy hơn là một đánh giá lại trung thực về trật tự tài chính. Việc treo cổ công khai của Michael Milken, và sau đó là của Gutfreund, CEO của Salomon Brothers, là những lời bào chữa cho việc không đối phó với các lực nhiễu loạn làm cơ sở cho sự đi lên của họ. Việc như trên làm sạch văn hóa kinh doanh Phố Wall. Các công ty Phố Wall sẽ nhanh chóng không bằng lòng với các hành vi xúc phạm, buộc các nhân viên nam phải đối xử bình đẳng với nhân viên nữ, và sa thải các nhân viên giao dịch thậm chí chỉ vì liếc nhìn cô ả vũ công gợi cảm. Vào năm 2008, Bear Stearns và Lehman Brothers trông giống các công ty bình thường có các giá trị Trung Mỹ bền vững hơn bất kỳ công ty Phố Wall nào vào khoảng năm 1985.

Những thay đổi này chỉ là ngụy trang. Chúng giúp đánh lạc hướng những người ngoài cuộc khỏi một sự thật thực sự gây xúc phạm: chênh lệch lợi ích ngày càng gia tăng giữa những người buôn bán rủi ro tài chính và nền văn hóa rộng lớn hơn. Bề mặt gợn sóng, nhưng ẩn sâu phía dưới, các rổ tiền thưởng vẫn không hề bị ảnh hưởng.

Lý do mà văn hóa tài chính Mỹ rất khó thay đổi – lý do mà tiến trình chính trị được cho là quá chậm và không thể áp đặt sự thay đổi trên nó, ngay cả sau thảm họa thế chấp dưới chuẩn – đó là đã mất rất nhiều thời gian để tạo ra nó, và những giả định của nó đã ăn quá sâu. Có một sợi

dây rốn từ bụng con quái thú đã phát nổ nối ngược lại với tài chính những năm 1980. Cuộc khủng hoảng năm 2008 bắt nguồn không chỉ từ các khoản vay dưới chuẩn được thực hiện năm 2005 mà còn từ các ý tưởng được ấp ủ trong năm 1985. Một người bạn của tôi trong chương trình đào tạo của Salomon Brothers đã tạo ra phái sinh thế chấp đầu tiên năm 1986, một năm sau khi chúng tôi rời chương trình này. ("Các phái sinh giống như những khẩu súng," anh vẫn thích nói vậy. "Vấn đề không phải ở các công cụ mà là ở người đang sử dụng các công cụ đó.") CDO mezzanine được phát minh bởi bộ phận trái phiếu rác của Michael Milken tại Drexel Burnham năm 1987. CDO được bảo đảm bằng thế chấp đầu tiên được tạo ra tại Credit Suisse năm 2000 bởi một nhân viên giao dịch đã dành rất nhiều năm, từ những năm 1980 đến đầu những năm 1990, làm việc tại bộ phận thế chấp của Salomon Brothers. Tên anh ta là Andy Stone, và mối ràng buộc trí tuệ của anh ta với cuộc khủng hoảng dưới chuẩn đã đi kèm với một mối ràng buộc cá nhân: Anh chính là ông chủ đầu tiên của Greg Lippmann ở Phố Wall.

Tôi không gặp Gutfreund kể từ khi rời Phố Wall. Tôi đã gặp ông ấy, đầy lo lắng, một vài lần ở sàn giao dịch. Một vài tháng trước khi tôi đi, các sếp tôi yêu cầu tôi giải trình trước CEO về thứ mà vào thời điểm đó có vẻ là các giao dịch phái sinh ngoại lai mà tôi đã thực hiện với một quỹ phòng hộ châu Âu, và tôi đã cố. Ông ta đã tuyên bố không đủ thông minh để hiểu bất kì điều gì về nó, và tôi cho rằng đó chỉ là cách mà một CEO Phố Wall tỏ ra là một ông chủ, bằng cách không quan tâm đến chi tiết. Không có lý do gì để ông ta phải nhớ bất kỳ lần gặp gỡ nào trong số này, và đúng thật, ông ta không nhớ: Khi cuốn sách của tôi ra đời, và trở thành sự phiền toái đối với ông về mặt quan hệ công chúng, ông đã nói với các phóng viên rằng chúng tôi chưa bao giờ gặp nhau. Trong những năm qua, tôi đã nghe nhiều về ông. Tôi biết rằng sau khi bị buộc phải từ chức khỏi Salomon Brothers, ông còn khó khăn hơn. Sau đó, tôi hay tin, một vài năm trước bữa trưa của chúng tôi, ông đã tham gia một hội thảo về Phố Wall tại Trường Kinh doanh Columbia. Khi đến lượt ông chia sẻ, ông đã khuyên các sinh viên hãy tìm việc làm nào đó có ý nghĩa hơn thay vì làm việc ở Phố Wall. Khi bắt đầu mô tả về sự nghiệp của mình, ông đã suy sụp và bật khóc.

Khi tôi gửi e-mail cho Gutfreund để mời ông ăn trưa, ông lịch sự và duyên dáng chưa từng có. Thái độ đó thể hiện ngay từ khi ông được đưa đến bàn ăn, tán gẫu với người chủ bữa tiệc và gọi thực ăn. Vẫn là vẻ bề ngoài nhã nhặn che đậy đi ham muốn trần trụi muốn quan sát thế giới như nó vốn có thay vì nên có.

Chúng tôi đã mất khoảng 20 phút để xác định được rằng sự hiện diện của chúng tôi ở cùng một bàn ăn trưa sẽ không khiến trái đất nổ tung. Chúng tôi phát hiện ra một người bạn chung. Chúng tôi đồng ý rằng CEO Phố Wall đã không có khả năng thực sự trong việc bắt kịp sự đổi

mới điên cuồng đang diễn ra trong công ty ông. Ngoài ra, chúng tôi đồng ý rằng CEO của ngân hàng đầu tư Phố Wall có sự kiểm soát ít đến mức đáng ngạc nhiên đối với các cấp dưới của mình. Ông nghĩ nguyên nhân của cuộc khủng hoảng rất đơn giản. "Sự tham lam ở cả hai phía – sự tham lam của các nhà đầu tư và sự tham lam của những nhà ngân hàng." Tôi nghĩ nó phức tạp hơn. Sự tham lam ở Phố Wall là một thứ tất yếu – gần như một nghĩa vụ. Vấn đề nằm ở hệ thống các động cơ đã định hướng cho sự tham lam đó.

Ranh giới giữa đánh bạc và đầu tư rất mỏng manh và giả tạo. Vụ đầu tư đúng đắn nhất có đặc điểm rõ ràng của một vụ đặt cược (bạn đánh cược toàn bộ tài sản của mình với hy vọng kiếm thêm một chút), và cuộc đầu cơ ngông cuồng nhất có đặc tính nổi bật của một khoản đầu tư (bạn có thể nhận được tiền về kèm với lãi). Có lẽ định nghĩa tốt nhất về "đầu tư" chính là "đánh cược với tỉ lệ cược có lợi cho bạn." Những người thuộc bên bán của thị trường thế chấp dưới chuẩn đã đánh cược với tỉ lệ ủng hộ họ. Những người ở bên còn lại – gần như toàn bộ hệ thống tài chính – đã đánh cược với tỉ lệ không chống lại họ. Tính đến điểm này, câu chuyện về cuộc bán khống lớn không thể đơn giản hơn. Tuy nhiên, điều lạ lùng và phức tạp liên quan đến nó đó là gần như tất cả những nhân vật quan trọng ở cả hai phía của canh bạc đều trở nên giàu có khi rời khỏi bàn chơi. Tất nhiên, Steve Eisman, Michael Burry và những người đàn ông trẻ tuổi ở Cornwall Capital mỗi người đều kiếm được hàng chục triệu đô-la cho bản thân. Greg Lippmann được trả 47 triệu đô-la trong năm 2007, mặc dù 24 triệu đô-la trong số đó ở dạng cổ phiếu mà anh không thể thu được trừ khi anh làm việc tại Deutsche Bank thêm vài năm nữa. Nhưng tất cả họ đều đúng, họ đã giành phần thắng trong cuộc đặt cược. Hoạt động kinh doanh quản lý CDO của Wing Chau đã bị phá sản, nhưng anh ta cũng kiếm được vài chục triệu đô-la – và có can đảm thử tạo dựng một ngành kinh doanh sẽ mua hết với giá rẻ chính các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn mà đã khiến anh làm thua lỗ hàng tỉ đô-la giá trị tài sản của những người khác. Howie Hubler đánh mất nhiều tiền hơn bất kỳ một nhân viên giao dịch nào trong lịch sử Phố Wall – tuy nhiên anh vẫn được phép giữ hàng chục triệu đô-la anh đã kiếm được. Các CEO của mọi công ty lớn Phố Wall cũng đứng ở phía sai lầm trong canh bạc. Tất cả họ, không có ngoại lệ, hoặc là đưa các công ty đại chúng của mình đến mức phá sản hoặc được chính phủ Mỹ cứu thoát khỏi phá sản. Họ cũng đều trở nên giàu có.

Tỉ lệ mà mọi người sẽ đưa ra những quyết định thông minh về tiền bạc nếu họ không cần phải đưa ra những quyết định thông minh – nếu họ có thể trở nên giàu có dù đưa ra những quyết định ngu ngốc là bao nhiêu? Tất cả những động cơ ở Phố Wall đều sai lầm; tất cả chúng vẫn sai. Nhưng tôi không tranh luận với John Gutfreund. Cũng giống như việc bạn trở lại là một đứa trẻ 9 tuổi khi bạn về nhà thăm cha mẹ, bạn sẽ trở lại hoàn toàn là một cấp dưới khi bạn đối diện

với CEO cũ của bạn. John Gutfreund vẫn là Ông vua của Phố Wall và tôi vẫn là một người nhạt nhẽo. Ông nói chuyện bằng các câu trần thuật, tôi nói chuyện bằng các câu hỏi. Nhưng khi ông nói, đôi mắt tôi cứ hướng theo tay ông. Đôi bàn tay đầy đặn đáng sợ của ông. Chúng không phải là đôi bàn tay của một nhà ngân hàng Phố Wall mềm mại mà là tay của một võ sĩ quyền anh. Tôi nhìn lên. Vị võ sĩ quyền anh đang mỉm cười – mặc dù nó giống một biểu hiện để giữ chỗ hơn là một nụ cười. Và ông đang nói, một cách rất thận trọng, "Cuốn sách… chết tiệt… của anh."

Tôi mỉm cười lại, mặc dù đó không hẳn là một nụ cười.

"Tại sao anh mời tôi ăn trưa?" ông hỏi, mặc dù rất vui vẻ. Ông thực sự tò mò.

Bạn không thể nói với ai đó rằng bạn mời anh ta đi ăn trưa chỉ để cho anh ta biết rằng bạn không nghĩ anh ta là một con quỷ. Bạn cũng không thể nói với anh ta rằng bạn mời anh ta đi ăn trưa vì bạn nghĩ bạn có thể lần ngược trở lại cuộc khủng hoảng tài chính lớn nhất trong lịch sử thế giới đến một quyết định anh ta đã đưa ra. John Gutfreund đã vi phạm tới trật tự xã hội Phố Wall – và đã được mệnh danh là Ông vua Phố Wall – khi, vào năm 1981, ông đã biến Salomon Brothers từ một công ty hợp danh thành công ty đại chúng đầu tiên ở Phố Wall. Ông đã lờ đi sự phẫn nộ của các đối tác đã về hưu của Salomon. ("Tôi cảm thấy kinh tởm trước chủ nghĩa vật chất của anh ta," William Salomon, con trai của một trong những nhà sáng lập công ty, người đã đưa Gutfreund trở thành CEO chỉ sau khi ông đã hứa không bao giờ bán công ty, đã nói với tôi như vậy.) Ông đã trỏ ngón giữa to sụ của mình vào sự bất đồng về mặt đạo đức của các CEO đồng nghiệp ở Phố Wall của mình. Và ông đã tận dụng triệt để ngày đó. Ông và các đối tác khác của mình không chỉ thực hiện một cuộc thanh trừng nhanh chóng; họ đã chuyển giao các rủi ro tài chính cuối cùng từ bản thân họ sang các cổ đông. Cuối cùng, nó không mang lại nhiều ý nghĩa cho các cổ đông. (Một cổ phiếu của Salomon Brothers được mua khi tôi đến sàn giao dịch vào năm 1986 với mức giá thị trường khi đó là 42 đô-la sẽ có giá trị bằng 2,26 cổ phiếu của Citigroup ngày nay, mà trong ngày giao dịch đầu tiên năm 2010, có tổng giá trị thị trường là 7,48 đô-la.) Nhưng nó lại có ý nghĩa tuyệt vời đối với các nhân viên giao dịch trái phiếu.

Nhưng từ thời điểm đó, công ty Phố Wall đã trở thành một chiếc hộp đen. Các cổ đông tài trợ cho việc chấp nhận rủi ro không có bất kì hiểu biết thực sự nào về những gì người chấp nhận rủi ro đang làm và khi việc chấp nhận rủi ro trở nên phức tạp hơn, sự hiểu biết của họ giảm đi. Tất cả những thứ rõ ràng là lợi nhuận có được từ những người thông minh thực hiện những cuộc đặt cược phức tạp đã lấn át bất cứ thứ gì có thể có được từ việc phục vụ khách hàng, hay phân bổ nguồn vốn cho các doanh nghiệp sản xuất. Ngoài ra, thật kỳ lạ, khách hàng bị đặt sang

một bên. Trong cuối những năm 1980 và đầu những năm 1990, Salomon Brothers đã có nhiều năm – những năm tuyệt vời! – mà 5 nhân viên giao dịch độc quyền, thế hệ cha anh của Howie Hubler, đã kiếm được nhiều hơn cả lợi nhuận hàng năm của công ty. Điều này nói rằng hơn 10.000 nhân viên khác của công ty, với tư cách một nhóm, đã bị mất tiền.

Thời điểm Salomon Brothers chứng minh lợi ích tiềm năng có được từ việc biến một ngân hàng đầu tư thành một công ty đại chúng và dùng các rủi ro ngoại lai làm đòn bẩy cho bảng cân đối của nó, thì những nền tảng tâm lý của Phố Wall đã được dịch chuyển, từ sự tin tưởng đến niềm tin mù quáng. Không ngân hàng đầu tư nào do nhân viên sở hữu lại sử dụng đòn bẩy với tỷ lệ 35:1, hay mua và nắm giữ 50 tỉ đô-la các CDO mezzanine. Tôi cho rằng sẽ không có bất cứ công ty hợp danh nào tìm cách chơi xấu các cơ quan xếp hạng, hay nhảy vào các khoản cho vay nặng lãi, và thậm chí cho phép bán các CDO mezzanine cho khách hàng. Lợi nhuận dự kiến trong ngắn hạn sẽ không đủ để bào chữa cho thua lỗ dự kiến trong dài hạn.

Không có công ty hợp danh nào, vì vấn đề này, sẽ thuê tôi, hay bất cứ ai không liên quan như tôi. Liệu đã từng có bất kỳ mối tương quan nào giữa khả năng vào và ra khỏi Princeton với tài năng chấp nhận rủi ro tài chính chưa?

Ở trên cùng danh sách các mối quan tâm của Charlie Ledley, sau khi Cornwall Capital đặt cược chống lại các khoản vay dưới chuẩn, là các thế lực lớn có thể nhảy vào bất cứ lúc nào để ngăn chặn những người vay thế chấp dưới chuẩn cá nhân Mỹ khỏi thất bại. Tất nhiên, các thế lực này không bao giờ thực hiện được điều đó. Thay vào đó, họ lại nhảy vào để ngăn chặn sự sụp đổ của các công ty Phố Wall lớn, những công ty đã trù tính việc tự phá sản phá sản bằng cách thực hiện rất nhiều cuộc cá cược ngớ ngẩn vào những người vay dưới chuẩn.

Sau khi Bear Stearns thất bại, chính phủ đã khuyến khích J.P. Morgan mua nó bằng cách đưa ra một mức giá rất thấp và đảm bảo cho các tài sản rủi ro nhất của Bear Stearns. Những trái chủ của Bear Stearns kiếm được toàn bộ còn các cổ đông mất phần lớn số tiền của họ. Sau đó, là sự sụp đổ của các cơ quan được chính phủ bảo trợ, Fannie Mae và Freddie Mac, cả hai đã được quốc hữu hóa nhanh chóng. Ban quản lý được thay thế, các cổ đông bị pha loãng nặng nề, những chủ nợ không bị ảnh hưởng nhưng có phần không chắc chắn. Tiếp đến là Lehman Brothers, mà đơn thuần là được cho phép phá sản – và rồi mọi thứ trở nên thậm chí phức tạp hơn. Đầu tiên, Bộ Tài chính và Cục Dự trữ Liên bang tuyên bố họ cho phép Lehman không gửi tín hiệu rằng các công ty Phố Wall bị quản lý thiếu thận trọng không phải tất cả đều nhận được bảo trợ từ chính phủ; nhưng sau đó, khi mọi thứ rối rung lên, thị trường đóng băng, và mọi người bắt đầu nói rằng việc để Lehman sụp đổ là một việc làm ngu xuẩn nhất, họ đã thay đổi

câu chuyện và tuyên bố rằng họ thiếu thẩm quyền pháp lý để giải cứu Lehman. Nhưng rồi AIG đã sụp đổ, hay cố tình sụp đổ, một vài ngày sau đó trước khi Cục dự trữ Liên bang cấp cho nó khoản vay 85 tỉ đô-la – và nhanh chóng được tăng lên 180 tỉ đô-la – để trang trải cho những tổn thất từ các cuộc đặt cược vào các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn. Lần này, Bộ Tài chính tính phí rất cao các khoản vay và lấy đi hầu hết vốn chủ sở hữu. Tiếp theo là Washington Mutual bị Bộ Tài chính thâu tóm một cách thô bạo, xóa sổ toàn bộ chủ nợ cũng như các cổ đông. Và sau đó đến Wachovia thất bại; Bộ Tài chính và FDIC đã khuyến khích Citigroup mua nó – lại một lần nữa ở mức giá thấp với sự đảm bảo cho các tài sản xấu.

Tất nhiên, những người ở vị trí giải quyết cuộc khủng hoảng tài chính cũng chính là những người đã không thể dự đoán trước được điều đó: Bộ trưởng Tài chính Henry Paulson, Bộ trưởng Tài chính tương lai Timothy Geithner, Chủ tịch FED Ben Bernanke, CEO của Goldman Sachs, Lloyd Blankfein, CEO của Morgan Stanley, John Mack, CEO của Citigroup, Vikram Pandit, v.v… Một vài CEO Phố Wall đã bị sa thải do góp phần tạo nên thảm họa thế chấp dưới chuẩn, nhưng hầu hết vẫn giữ được công việc của họ, và họ đã trở thành những nhân vật quan trọng hoạt động đằng sau cánh cửa được đóng kín, cố gắng tìm ra những gì phải làm tiếp theo. Cùng với họ là một số các quan chức chính phủ – cũng chính là những quan chức chính phủ đáng ra nên biết nhiều hơn về các công ty Phố Wall đang làm gì, khi các công ty này đang làm điều đó. Tất cả đều có chung một đặc điểm: Họ đã chứng minh rằng khả năng nắm bắt những sự thật cơ bản ở trung tâm của hệ thống tài chính Hoa Kỳ của họ kém hơn nhiều so với một nhà quản lý tiền tệ mắc hội chứng Asperger's.

Vào cuối tháng 9 năm 2008, quan chức tài chính cao cấp nhất quốc gia, Bộ trưởng Tài chính Hoa Kỳ Henry Paulson, đã thuyết phục Quốc hội Hoa Kỳ rằng ông cần 700 tỉ đô-la để mua các tài sản thế chấp dưới chuẩn từ các ngân hàng. Do đó TARP, Chương trình Cứu trợ Tài sản có vấn đề (Troubled Asset Relief Program), ra đời. Sau khi nhận được tiền, Paulson đã từ bỏ chiến lược như đã hứa của mình và thay vào đó, về cơ bản, bắt đầu tặng hàng tỉ đô-la cho Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs và một vài ngân hàng khác được lựa chọn một cách bất thường để duy trì hoạt động của chúng. Ví dụ, 13 tỉ đô-la AIG nợ Goldman Sachs, kết quả của vụ cược vào các khoản vay thế chấp dưới chuẩn, được chính phủ Hoa Kỳ trả đầy đủ: 100 xu/đô-la.

Những của bố thí tuyệt vời này – cộng thêm sự bảo đảm ngầm của chính phủ – không chỉ ngăn các công ty Phố Wall khỏi thất bại mà còn dung thứ cho họ khỏi việc phải công nhận các thua lỗ trong các danh mục đầu tư thế chấp dưới chuẩn của mình. Nhưng ngay cả vậy thì chỉ vài tuần sau khi nhận được 25 tỉ đô-la đầu tư đầu tiên từ người nộp thuế, Citigroup đã trở lại Bộ Tài chính để thú nhận rằng – Trông kìa! – thị trường vẫn không tin Citigroup sống sót. Đáp lại, vào

ngày 24 tháng 11, Bộ Tài chính đã ban 20 tỉ đô-la nữa từ TARP và đơn giản đảm bảo cho 306 tỉ đô-la tài sản của Citigroup. Bộ Tài chính không yêu cầu một hành động, những thay đổi về cách quản lý, hay bất cứ điều gì để đổi lại, ngoại trừ một vài cổ phiếu ưu đãi và chứng quyền không được tiền. 306 tỉ đô-la đảm bảo – gần 2% tổng sản phẩm quốc nội Hoa Kỳ, và xấp xỉ tổng ngân sách của Bộ Nông nghiệp, Giáo dục, Năng lượng, An ninh, Nhà ở và Phát triển Đô thị, và Giao thông – được đưa ra công khai như một món quà. Bộ Tài chính không bao giờ có thời gian giải thích cuộc khủng hoảng này là gì, mà chỉ hành động để phản ứng với sự "giảm giá cổ phiếu" của Citigroup.

Tính đến thời điểm đó, rõ ràng rằng 700 tỉ đô-la không đủ để giải quyết các tài sản có vấn đề được mua từ vài năm trước bởi các nhân viên giao dịch trái phiếu Phố Wall. Đó là khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ thực hiện một bước đi chưa từng thấy và gây sốc là mua các trái phiếu thế chấp dưới chuẩn xấu từ các ngân hàng. Vào đầu năm 2009, các rủi ro và thua lỗ liên quan đến hơn một nghìn tỉ đô-la các khoản đầu tư xấu được chuyển từ các công ty lớn Phố Wall sang người nộp thuế Hoa Kỳ. Henry Paulson và Timothy Geithner cả hai đều tuyên bố rằng sự hỗn loạn và hoảng loạn xảy ra do sự sụp đổ của Lehman Brothers này đã chứng minh cho họ thấy rằng hệ thống không thể chịu đựng được sự sụp đổ đầy hỗn loạn của một công ty tài chính lớn khác. Họ cũng tuyên bố thêm, dù không phải ngay lập tức mà là vài tháng sau đó, rằng họ thiếu thẩm quyền pháp lý để xoa dịu và đưa các công ty tài chính khổng lồ vào trật tự – có nghĩa là, đưa một ngân hàng phá sản ra khỏi ngành. Tuy nhiên, ngay cả một năm sau đó, họ vẫn hầu như không làm gì để có được sức mạnh đó. Điều này thật đáng tò mò, bởi họ rõ ràng đã không ngại ngần hỏi xin sức mạnh đó.

Các sự kiện trên Phố Wall vào năm 2008 đã nhanh chóng được tái định hình, không chỉ bởi những nhà lãnh đạo Phố Wall mà còn bởi cả Bộ Tài chính và Cục Dự trữ Liên bang, như là một "cuộc khủng hoảng niềm tin." Một cơn hoảng loạn tài chính kiểu cũ, đơn giản, được kích hoạt bởi sự sụp đổ của Lehman Brothers. Vào tháng 8 năm 2009, chủ tịch của Goldman Sachs, Gary Cohn, thậm chí còn tuyên bố một cách công khai rằng Goldman Sachs không bao giờ thực sự cần sự giúp đỡ của chính phủ, bởi Goldman đủ lớn mạnh để chịu đựng được bất cứ cuộc hoảng loạn tạm thời nào. Nhưng có một điểm khác biệt giữa một cuộc hoảng loạn tài chính kiểu cũ và những gì đã xảy ra tại Phố Wall vào năm 2008. Trong một cuộc hoảng loạn kiểu cũ, nhận thức tạo ra thực tế của riêng nó: Một ai đó hét lên "Cháy!" trong một nhà hát đông đúc và khán giả sẽ chen lấn nhau đến chết để thoát thân. Ở Phố Wall vào năm 2008, thực tế cuối cùng đã lấn át nhận thức: Một nhà hát đông đúc bị thiêu rụi với rất nhiều người vẫn ngồi im trong chiếc ghế của mình. Mọi công ty lớn trên Phố Wall hoặc là bị phá sản hoặc là bị bám chặt đến chết với

một hệ thống phá sản. Vấn đề không phải là Lehman Brothers đã được phép thất bại. Vấn đề là Lehman Brothers đã được phép thành công.

Chế độ mới này – tự do tiền tệ cho các nhà tư bản, thị trường tự do cho tất cả mọi người – cộng với việc ít nhiều ngay lập tức viết lại lịch sử tài chính đã làm phật ý tất cả người dân, nhưng không có mấy ai bị phật ý dữ dội như Steve Eisman. Những nhà tài chính được trả lương cao nhất và quyền lực nhất thế giới đã mất hoàn toàn uy tín; mà nếu không có sự can thiệp của chính phủ thì tất cả họ đều sẽ mất việc làm; nhưng cũng chính những nhà tài chính này đang dùng chính phủ để làm giàu cho chính họ. "Tôi có thể hiểu tại sao Goldman Sachs muốn được tham gia vào cuộc trò chuyện về những gì cần phải làm đối với Phố Wall," anh nói. "Điều tôi không thể hiểu là tại sao lại có người lắng nghe họ." Theo quan điểm của Eisman, việc chính phủ Mỹ không muốn để các nhà ngân hàng thất bại không phải là một giải pháp mà là một triệu chứng của một hệ thống tài chính rối loạn sâu sắc. Vấn đề không phải là các ngân hàng đã trở nên quan trọng đối với thành công của nền kinh tế Mỹ. Anh cảm thấy chắc chắn rằng vấn đề là một số lượng các hợp đồng hoán đổi nợ xấu có giá trị khổng lồ và không ai biết đã được mua và bán dựa trên từng ngân hàng đó. "Rủi ro thị trường là không giới hạn," anh nói. "Một ngân hàng có giá trị vốn hóa thị trường là 1 tỉ đô-la có thể có 1 nghìn tỉ đô-la giá trị các hợp đồng hoán đổi nợ xấu đang lưu hành. Không ai biết có bao nhiêu! Và không ai biết chúng ở đâu!" Ví dụ, sự thất bại của Citigroup có thể chấp nhận được về mặt kinh tế. Nó sẽ gây ra thiệt hại cho các cổ đông, trái chủ và nhân viên của công ty này – nhưng mọi người đều biết các khoản tiền liên quan trong việc này. Tuy nhiên, sự thất bại của Citigroup cũng sẽ kích hoạt phần thưởng từ một cuộc đặt cược lớn mà không ai biết quy mô của nó: từ những người đã bán các hợp đồng hoán đổi nợ xấu dựa trên Citigroup đến những người đã mua chúng.

Đây lại là một hậu quả nữa của việc biến các công ty hợp danh Phố Wall thành các công ty đại chúng: Nó biến chúng thành các đối tượng để đầu cơ. Điều khiến một ngân hàng trở nên quá lớn để không thể thất bại không còn là sự liên quan của nó về mặt kinh tế xã hội nữa, mà chính là số lượng các cuộc đặt cược bên lề đã được thực hiện dựa trên nó.

Có lúc, tôi không thể không hỏi John Gutfreund về hành động mang tính định mệnh nhất và lớn nhất của ông: Bới đống đổ nát của một trận tuyết lở, quyết định biến công ty hợp danh Phố Wall thành một công ty đại chúng trông rất giống viên đá đầu tiên bị đá ra khỏi đỉnh một ngọn đồi. "Vâng," ông nói. "Họ – những người đứng đầu các công ty Phố Wall khác – tất cả đều nói việc trở thành công ty đại chúng thật khủng khiếp và làm sao bạn có thể làm một điều như vậy. Nhưng khi sự cám dỗ dâng cao, tất cả họ đều đầu hàng nó." Dù vậy, ông đồng ý: Tác động chính của việc biến một công ty hợp danh thành một công ty cổ phần chính là để chuyển rủi ro tài

chính sang cho các cổ đông. "Khi mọi thứ sai lầm, đó là lỗi của họ." ông nói – và rõ ràng không phải lỗi của một mình họ. Khi ngân hàng đầu tư Phố Wall trở nên đủ tồi tệ, các rủi ro của nó trở thành vấn đề của chính phủ Mỹ. "Chính phủ sẽ để mặc tư nhân cho đến khi chúng gặp vấn đề lớn," ông nói, với một tiếng cười nửa khoái trá. Ông đã ra khỏi trò chơi. Giờ đó là lỗi của tất cả những người khác.

Ông nhìn tôi tò mò khi tôi ghi vội lại những từ ông vừa nói. "Để làm gì vậy?" ông hỏi.

Tôi nói với ông rằng tôi nghĩ rất đáng để xem xét lại thế giới tôi đã miêu tả trong cuốn Liar's Poker, bởi vì cuối cùng nó đang chết. Tôi có thể đưa ra một phiên bản kỉ niệm 20 năm.

"Thật nực cười," ông nói.

Thật khó để ông có thể thích tính cách của tôi, và càng khó hơn để tôi không thích tính cách của ông: Ông vẫn rất cứng rắn, thẳng thắn, và lỗ mãng như một gã đồ tể. Ông đã giúp tạo ra một con quái vật nhưng ông vẫn giữ lại trong mình rất nhiều thứ của Phố Wall cũ, nơi mọi người nói những thứ kiểu như "lời nói của một người đàn ông là cam kết của anh ta." Ở Phố Wall đó, mọi người không bước ra khỏi công ty của họ và gây rắc rối cho các ông chủ cũ bằng cách viết một cuốn sách về họ. "Không." Ông nói, "Tôi nghĩ chúng ta có thể đồng ý về điều này: Cuốn sách chết tiệt của anh đã phá hỏng sự nghiệp của tôi và nó làm nên sự nghiệp củ a anh." Cùng với đó, Ông Vua cũ của Phố Wall cũ đã nhấc đĩa thức ăn đựng món khai vị của mình và hỏi với giọng điệu đầy ngọt ngào, "Anh có muốn một quả trứng ác quỷ không?"

Cho đến lúc đó, tôi đã không quan tâm nhiều đến những gì ông đang ăn. Bây giờ tôi nhận thấy ông đã gọi món ngon nhất trong nhà hàng, món pha chế sủi bọt tuyệt vời của một thời đại trước. Ai đã nghĩ ra quả trứng ác quỷ này? Ai đã biết rằng một quả trứng đơn giản có thể được làm rất phức tạp mà vẫn quá hấp dẫn? Tôi nhướn người lên và lấy một quả. Có được mọi thứ mà không phải nỗ lực. Điều đó chưa từng thôi quyến rũ.